

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**ISABELA MENETRIER CAMPOS**

**UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA:  
UMA ANÁLISE DAS RESPOSTAS DA UME À CRISE DA ZONA DO EURO**

**Porto Alegre**

**2018**

**ISABELA MENETRIER CAMPOS**

**UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA:  
UMA ANÁLISE DAS RESPOSTAS DA UME À CRISE DA ZONA DO EURO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. André Moreira Cunha

**Porto Alegre**

**2018**

Campos, Isabela Menetrier  
União Monetária Europeia: uma análise das  
respostas da UME à crise da Zona do Euro / Isabela  
Menetrier Campos. -- 2018.  
98 f.  
Orientador: André Moreira Cunha.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,  
Porto Alegre, BR-RS, 2018.

1. União Monetária Europeia . 2. Crise Subprime.  
3. Crise da Dívida Soberana . 4. Respostas da Zona do  
Euro . I. Cunha, André Moreira, orient. II. Título.

**ISABELA MENETRIER CAMPOS**

**UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA:  
UMA ANÁLISE DAS RESPOSTAS DA UME À CRISE DA ZONA DO EURO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharela em Ciências Econômicas.

Aprovada em: Porto Alegre, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2018.

**BANCA EXAMINADORA:**

---

Prof. Dr. André Moreira Cunha – Orientador  
UFRGS

---

Profa. Dra. Luiza Peruffo  
UFRGS

---

Prof. Dr. Eduardo Filippi  
UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao professor André Moreira Cunha pelas críticas construtivas. Aos outros professores do curso de Economia, que de alguma maneira contribuíram para este trabalho.

À família e amigos, sem os quais não somos nada.

## RESUMO

Embora o processo de unificação monetária europeu tenha sido levado em frente predominantemente por razões políticas, a criação do Euro pode ser considerada um marco importante rumo a maior integração econômica internacional. A difícil decisão dos países de abdicar de sua autonomia monetária e cambial foi bastante contestada, com base principalmente nas ideias levantadas pela Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, que não identificavam na Europa características suficientes que justificassem tal unificação. Apesar disto, é possível afirmar que os primeiros dez anos de moeda única foram bem-sucedidos. Entretanto, originada no colapso financeiro *subprime*, a crise da dívida soberana abalou a União Monetária Europeia e o sistema financeiro internacional. Pelo fato de a Zona do Euro apresentar estrutura e dinâmica próprias, as respostas dadas pelos Estados-Membros e pelo bloco econômico à crise foram únicas. Esta pesquisa objetiva justamente analisar tais respostas, levando em consideração a possibilidade de que a irresponsabilidade fiscal de alguns países tenha sido enxergada como a maior causa da recessão e tenha moldado as ações tomadas pelo bloco. Assume-se que embora as medidas adotadas tenham intensificado as turbulências, foram suficientes para contê-las. São necessários, contudo, passos mais contundentes em direção a uma União Monetária mais estável e simétrica.

**Palavras-chave:** Integração Monetária. União Monetária Europeia. Crise *Subprime*. Crise da Dívida Soberana.

## ABSTRACT

Although the process of European monetary unification has moved forward mostly by political reasons, the creation of the Euro can be considered a key milestone towards a deeper international economic integration. The countries' difficult decision of giving up their monetary and exchange rate autonomy was largely contested, mainly based on the ideas raised by the Optimum Currency Area Theory, which did not identify enough characteristics in Europe that justified such unification. Nonetheless, it is possible to affirm that the first ten years of the single currency have been successful. Earlier this decade, however, stemmed from the *subprime* financial collapse, the sovereign debt crisis shocked the European Monetary Union and the international financial system. Having the Eurozone its own structure and dynamics, the responses given by the Member-States and the economic bloc to the crisis were unique. This research aims precisely to analyse such answers, bearing in mind the possibility that the fiscal profligacy of some countries has been seen as the major cause of the recession and has shaped the actions taken by the bloc. It is assumed that even though those measures have intensified the turbulences, they were sufficient to contain them. Yet, more assertive steps are needed towards a more stable and symmetrical Monetary Union.

**Keywords:** Monetary Integration. European Monetary Union. *Subprime* Crisis. Sovereign Debt Crisis.

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> – Os três estágios definidos pelo Delors <i>Report</i> .....	34
<b>Tabela 2</b> – Os mandatos do BCE, do FED e do Banco da Inglaterra .....	38
<b>Tabela 3</b> – Resultados fiscais em economias selecionadas (% do PIB) (2006 – 2013).....	55
<b>Tabela 4</b> – Taxa de juros em países selecionados (% a.a) (1996 – 2005) .....	61

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> - Saldo em conta corrente em economias selecionadas, (1999 – 2010) .....	42
<b>Gráfico 2</b> - Custo relativo da mão de obra (número índice, ano base = 1999) (1996 – 2015)	43
<b>Gráfico 3</b> - Evolução dos salários e do preço dos imóveis nos Estados Unidos (1990 – 2015) .....	50
<b>Gráfico 4</b> - Evolução da dívida pública e do débito privado nos PIIGS (2001 – 2010).....	53
<b>Gráfico 5</b> - Evolução da dívida pública em países selecionados (% do PIB) (1990 – 2013) ..	56
<b>Gráfico 6</b> - Preço dos títulos públicos de países selecionados (% a.a) (2008 – 2012) .....	57
<b>Gráfico 7</b> - Evolução dos salários nominais em países selecionados (número índice, ano base = 1999) (1995 – 2015).....	59
<b>Gráfico 8</b> - Evolução déficit e dívida pública nos PIIGS (% PIB) (1999 – 2017) .....	69
<b>Gráfico 9</b> - Evolução dos spreads em países selecionados (% a.a) (jan/2008 – jan/2010).....	70
<b>Gráfico 10</b> - Evolução dos spreads em países selecionados (% a.a) (jan/2008 – jan/2010)....	71
<b>Gráfico 11</b> - Resultado em conta corrente dos PIIGS (% do PIB) (1999 – 2015).....	74
<b>Gráfico 12</b> - Evolução dos spreads em países selecionados (% a.a) (jan/2011 – jan/2013)....	75
<b>Gráfico 13</b> - Precificação dos títulos de países selecionados (% a.a) (1990 – 2016) .....	77

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- AMO – Área Monetária Ótima
- BCE – Banco Central Europeu
- CAP – *Common Agricultural Policy*
- ECU – *European Currency Unit*
- EFSF – *European Financial Stability Facility*
- EFSM – *European Financial Stability Mechanism*
- EMS – *European Monetary System*
- ESM – *European Stability Mechanism*
- FED – *Federal Reserve Board*
- LOLR – *Lender of Last Resort*
- LTRO – *Long-Term Refinancing Operation*
- Mercosul – Mercado Comum do Sul
- OMT – *Outright Monetary Purchase*
- PED – Países em desenvolvimento
- PIIGS – Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain
- SEBC – Sistema Europeu de Bancos Centrais
- SFI – Sistema Financeiro Internacional
- SGP – *Stability and Growth Pact*
- SMP – *Securities Market Program*
- TAMO – Teoria das Áreas Monetárias Ótimas
- UE – União Europeia
- UME – União Monetária Europeia
- UNASUL – União de Nações Sul-Americanas
- ZE – Zona do Euro

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS REVISITADA .....</b>	<b>13</b>
2.1	VISÃO CONVENCIONAL .....	14
2.2	A PERSPECTIVA CRÍTICA: CORRENTES HETERODOXAS .....	17
2.3	CUSTOS E BENEFÍCIOS DA PARTICIPAÇÃO EM UMA UNIÃO MONETÁRIA.....	21
2.4	ASPECTOS DINÂMICOS DE UMA UNIÃO MONETÁRIA .....	24
2.5	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	26
<b>3</b>	<b>O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA EUROPEU</b> .....	<b>29</b>
3.1	DE UM MERCADO ÚNICO À UNIÃO MONETÁRIA .....	30
<b>3.1.1</b>	<b>Pacto de Estabilidade e Crescimento .....</b>	<b>34</b>
<b>3.1.2</b>	<b>O Banco Central Europeu.....</b>	<b>37</b>
3.2	A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS E AS DISPARIDADES DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA.....	39
3.3	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	44
<b>4</b>	<b>UM ESTUDO SOBRE A CRISE DA ZONA DO EURO.....</b>	<b>46</b>
4.1	O COLAPSO FINANCEIRO AMERICANO.....	47
4.2	A CRISE NA ZONA DO EURO.....	51
<b>4.2.1</b>	<b>A transmissão da crise.....</b>	<b>52</b>
<b>4.2.2</b>	<b>O contexto pré-crise.....</b>	<b>58</b>
4.3	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	64
<b>5</b>	<b>UMA ANÁLISE DAS RESPOSTAS DA UME À CRISE .....</b>	<b>67</b>
5.1	AS RESPOSTAS DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA.....	68
5.2	DEBATE SOBRE A EFICIÊNCIA DAS MEDIDAS ADOTADAS .....	78
5.3	PROPOSTAS NA BUSCA DE MAIOR SIMETRIA E SUSTENTABILIDADE DA UME .....	82
5.4	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	85
<b>6</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>88</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>92</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A criação do Euro pode ser classificada como uma das mais revolucionárias medidas adotadas dentro da história monetária. Em 1992, a partir da assinatura do Tratado de Maastricht, o qual estabeleceu a União Europeia e definiu os critérios da futura União Monetária Europeia (UME), os países concordaram em abrir mão de suas moedas nacionais em nome de uma moeda única – o Euro, que viria a ser controlada por uma instituição supranacional independente, o Banco Central Europeu (BCE).

Após diversas tratativas acerca da busca de maior coordenação econômica e política, em janeiro de 1999 o Euro foi estabelecido para transações financeiras, a partir da fixação das taxas de câmbio entre as moedas nacionais que seriam posteriormente absorvidas por ele, tendo suas moedas e notas introduzidas em 2002. A principal pergunta à época era se doze diferentes países, que antes controlavam suas próprias políticas monetárias, políticas fiscais e moeda poderiam de alguma maneira unir-se em uma União Monetária.

Para torná-la possível, foram estabelecidas diversas regras e critérios de convergência a serem alcançados pelos países postulantes ao ingresso à UME, sendo talvez o mais notável deles o Pacto de Estabilidade e Crescimento (*Stability and Growth Pact* - SGP). O pacto, que acompanhou o lançamento da moeda única, coordena as políticas fiscais e nacionais dos já países membros e restringe as ações das nações que almejam participar da Zona do Euro (ZE). Em termos de política monetária, foram criados o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e seu braço operacional, o Banco Central Europeu, ambos totalmente independentes – ponto este que viria a ser crucial e inúmeras vezes salientado nos momentos de turbulência recentemente vividos. Ou seja, como notam Arestis *et al.* (2003), o fato de a UME ter uma autoridade monetária forte e independente e nenhuma autoridade fiscal a tal nível, garante a primazia da política monetária sobre a política fiscal dentro do Eurossistema.

A partir desta prioridade dada à política monetária, seguindo a decisão europeia de ir em frente com o projeto da União Monetária, os países se uniram sem acordar qualquer mecanismo de transferências fiscais ou regulação financeira comum e suporte ao sistema bancário, que permanecem em nível nacional. A construção da UME se deu através da ideia de que estabilidade macroeconômica era essencialmente uma questão de estabilidade de preços e equilíbrio fiscal, e que a adoção de uma moeda comum iria progressivamente sincronizar os ciclos de negócios dos Estados-Membros (KUENZEL; RUSCHER, 2013). Ainda, acreditavam que em momentos de crise, regras restritivas em termos de política fiscal

e uma instituição financeira forte e crível seriam suficientes para restaurar a estabilidade do sistema (WOLF, 2013; STIGLITZ, 2016).

Entretanto, contagiada pelo colapso financeiro de 2008, esta crença se esvaneceu, a Zona do Euro entrou em severa recessão e, em 2010, começou a enfrentar a mais séria crise em sua curta história (EICHENGREEN, 2012; KUENZEL; RUSCHER, 2013). A mesma foi ainda impulsionada pelo caráter restritivo das políticas fiscais nacionais, determinado pelo SGP, e pelo cunho contracionista dos planos de resgate estabelecidos pela assim chamada Troika – equipe composta pelo Fundo Monetário Internacional, Banco Central Europeu e Comissão Europeia (PALLEY, 2013; BIRD, 2015). Dada a natureza da política monetária como instrumento único de manobra dentro da Zona do Euro, foram necessárias providências neste sentido em resposta à crise, que ameaçava o equilíbrio e a própria sustentabilidade da UME.

Este trabalho busca justamente analisar estas medidas tomadas pelos Estados-Membros e pela União Monetária Europeia em resposta à crise da dívida soberana da Zona do Euro, a partir da seguinte pergunta: “Tendo em vista a maneira com que a UME respondeu à crise, pode-se dizer houve um excesso de responsabilidade atribuída aos desequilíbrios fiscais como causadores desta?” Assim, o objetivo principal da monografia é analisar até que ponto o combate à crise – da maneira que se deu – poderia ser esperado, o quanto foi efetivo e quais são suas consequências. A partir daquele desdobram-se os seguintes objetivos específicos: i) verificar se a Europa se encaixa dentro das ideias propostas pela Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (TAMO) e se isto teve influências na crise; ii) discutir as características e dinâmicas específicas à Zona do Euro e o modo com que estas moldaram a evolução das turbulências dentro da União Monetária Europeia; e iii) analisar propostas para um futuro aprofundamento da UME.

A hipótese principal da pesquisa é de que apesar de a maneira com que a União Monetária Europeia respondeu à crise ter acentuado as dificuldades enfrentadas pelo bloco, as medidas adotadas foram suficientes para lutar contra a recessão. Entretanto, serão necessárias políticas e reformas de longo prazo que visem minimizar riscos de crises futuras e garantir a estabilidade da Zona do Euro. Uma hipótese secundária é de que o fato da UME não se caracterizar como uma Área Monetária Ótima também foi um fator intensificador da crise dentro da ZE.

Para responder aos objetivos propostos acima, este trabalho se estrutura da seguinte maneira: além da presente introdução, que busca contextualizar o leitor a importância e os

objetivos da pesquisa, o segundo capítulo faz uma revisão da Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, partindo do debate entre a visão convencional e as correntes alternativas. Serão analisadas as características que definem uma região como uma Área Monetária Ótima, bem como quais as vantagens e desvantagens de participar de uma União Monetária. Isto é, em qual situação a adoção de câmbio fixo seria vantajosa para um conjunto de economias em detrimento de sua autonomia de política monetária e cambial.

O capítulo seguinte versa sobre o processo de integração monetária e financeira europeu. Após recapitulação histórica e revisão das motivações que levaram à criação da UME, são analisados em específico o estabelecimento do SGP e a criação do Banco Central Europeu, dada importância de ambas instituições dentro da realidade da Zona do Euro. Segue-se ainda um breve reexame da literatura prévia à unificação monetária, destacando a existência de dois diferentes blocos de países no continente – o *core* e a *periferia*, e como as divergências entre eles se acentuaram ao longo da primeira década de Euro. Primeiros dez anos de moeda única, estes, que teriam mascarado os problemas existentes na UME, os quais acabaram expostos em consequência da turbulência financeira oriunda dos Estados Unidos. É a partir desta que o capítulo quatro se inicia, identificando como o colapso bancário americano influenciou e desencadeou o que viria a ser uma enorme crise na Zona do Euro. As causas e consequências desta são minuciosamente analisadas, buscando-se entender como se deu o desenrolar do que inicialmente era considerada uma crise financeira em uma crise da dívida soberana. É, por fim, estudada a situação em que se encontrava a *periferia* no período anterior à crise, haja vista que esta foi a região mais atingida pelo choque.

O quinto capítulo se dedica à análise das respostas dadas pela UME à crise. Para tanto, é feito um paralelo entre a evolução desta e as medidas tomadas pelo bloco econômico no seu combate. São estudados os mecanismos institucionais e fiscais criados, além das ações do BCE em termos de política monetária – apelidadas de “*non-standard monetary policies*”. Na sequência, faz-se presente uma discussão acerca da eficácia das providências tomadas, bem como das consequências destas. Segue, enfim, um breve apanhado de propostas com a finalidade de aprofundar a UME, tornando-a mais simétrica e sustentável.

Por fim, como de praxe, na última seção são tecidas as considerações finais.

## 2 A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS REVISITADA

Em um mundo cada vez mais interligado, são muitos os debates relacionados aos mais diversos tipos de cooperações internacionais como maneira de intensificar o comércio internacional e contrabalancear a hierarquia de poder dentro do sistema global. Processos de integração econômica em diferentes níveis vêm sendo objeto de estudos, os quais se intensificaram ainda mais a partir da emergência da União Monetária Europeia.

Neste sentido, a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas surge de discussões relacionadas aos méritos da adoção da taxa de câmbio flexível *versus* taxa de câmbio fixa. O debate ganha força no período pós-Segunda Guerra Mundial, a partir de críticas ao Sistema Bretton Woods (MAES, 1992). A visão convencional da teoria versa sobre quais características deveriam existir para que dada área geográfica seja ótima para a adoção de uma moeda única, e quais critérios fariam com que suas vantagens mais que compensassem seus prejuízos. Para tanto, são ressaltados a importância e o papel de características econômicas como mobilidade dos fatores, diversidade da produção, mecanismos de ajuste e grau de abertura comercial (DELLAS; TAVLAS, 2009).

De outro lado, entre as outras correntes relacionadas ao processo de integração entre países, a visão heterodoxa acredita que o Estado tem um papel demasiadamente importante para que possa abdicar da sua capacidade de fazer decisões políticas próprias. Por isto o caráter cético da heterodoxia em geral quanto às integrações (AMADO; MOLLO, 2004). Enquanto a primeira visão (convencional) parte da ideia básica de liberdade de mercado e neutralidade da moeda como receitas para atingir maior eficiência, a segunda não crê no papel regulador do mercado.

Este capítulo explorará exatamente as diferentes visões sobre o processo de integração econômica. Dentro da perspectiva convencional da TAMO, na primeira seção partirá de trabalhos clássicos como Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969), cujas ideias depois viriam a ser classificadas como Mundell I (MCKINNON, 2004), chegando a formulações mais recentes como De Grauwe (2006) e Dellas e Tavlas (2009).

A concepção heterodoxa, por sua vez, será apresentada na seção 2.2 através das óticas keynesiana, pós-keynesiana e marxista. A visão Cepalina será exposta a partir de Amado e Mollo (2004), enquanto a ideia de integração como *second best* será corroborada por trabalhos como Ocampo (2006) e UNCTAD (2007). A seção seguinte discorrerá sobre os

custos e benefícios dos diferentes tipos de coordenação política e econômica, com foco especial no caso de uma União Monetária. Ainda, a partir de estudos como Krugman (1993) e Frankel e Rose (1998), serão analisados ainda os aspectos dinâmicos de uma área monetária ótima (AMO).

## 2.1 VISÃO CONVENCIONAL

A defesa das integrações monetárias pela ortodoxia se dá a partir da ideia básica de que quanto mais integrada uma área for, menores serão as tarifas comerciais existentes nas trocas entre estes países, resultando em um comércio mais livre e preços internacionais mais alinhados. Sendo o mercado o mecanismo mais eficiente de alocação econômica, quanto mais profunda fosse a integração, mais os países iriam se relacionar via sistema de preços de mercado, e mais ordenado estaria o sistema de preços relativos. Ainda, seguindo esta lógica, acreditam que uma união em maior ou menor grau levaria à convergência entre países mais e menos desenvolvidos, com o capital fluindo dos primeiros para os demais (AMADO; MOLLO, 2004).

Uma segunda premissa da ortodoxia, a neutralidade da moeda, justificaria a integração pelo fato desta possibilitar um maior controle da taxa inflacionária. Sendo a moeda neutra, uma política monetária expansionista por parte do Estado levaria tão somente a um aumento do nível geral de preços e, visto que os mercados se relacionam através de preços relativos, a inflação é uma variável crucial dentro do sistema. Tendo sido primeiramente formuladas pelos neoclássicos na década de 1960, estas premissas viriam a ser reformuladas e defendidas a partir de proposições de novos keynesianos e novos clássicos.

As primeiras formulações referentes a Áreas Monetárias Ótimas foram Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969), cujos estudos estabeleciam as condições fundamentais para a formação e manutenção de uma AMO. Em 2004, McKinnon viria a classificar esta fase inicial da Teoria de “Mundell I”. Entretanto, conforme Cesarano (2006) apud Dellas e Tavlas (2009), vale ressaltar que já na década de 1950 Milton Friedman levantava algumas questões sobre áreas monetárias ótimas, inclusive destacando a importância de salários reais flexíveis como variável de ajuste dentro de uma união monetária – algo que durante a crise da Zona do Euro se revelou de difícil alcance, conforme será ressaltado no decorrer deste trabalho.

Em seu artigo de 1961, Mundell objetiva identificar possíveis áreas monetárias dentro das quais seria vantajoso fixar o câmbio entre os países. Para ele, o caráter mais importante

para definir uma área monetária ótima seria o nível de mobilidade de fatores dentro da região.<sup>1</sup> Ele afirma, ainda, que existe grande dificuldade no estabelecimento de uniões monetárias pelo fato de moedas serem a expressão da soberania nacional<sup>2</sup>, e, portanto, de difícil abdicação. Isto é, Mundell desde o início admite a baixa aplicabilidade da TAMO, a qual se caracteriza mais como uma teoria normativa.

Ainda sobre o importante trabalho de Mundell (1961), alguns pontos valem ser salientados. Como ressalta Maes (1992), o autor não faz uma clara distinção entre os atos de fixação das taxas de câmbio entre países e a adoção de uma moeda única pelos mesmos, preocupando-se apenas com os fatores que definiriam essas ações como vantajosas frente à escolha das nações de manter taxas de câmbio flutuantes. Ou seja, no fundo a preocupação principal de Mundell não era apontar uma região *ótima* para o câmbio fixo, mas sim apenas sugerir onde o estabelecimento do mesmo este traria maiores benefícios aos países envolvidos. Uma segunda observação, levantada por Cesarano (2006) apud Dellas e Tavlas (2009), é que em seu artigo de 1961 Mundell parece estar tentando refutar os poderosos argumentos em prol da adoção de taxa de câmbio flutuante pelos países apresentados previamente por Milton Friedman, que já percebia a dificuldade dos países em abandonar suas próprias moedas.

McKinnon (1963), por sua vez, diz que as variáveis fundamentais no estabelecimento de uma AMO são o tamanho da economia e o grau de abertura desta, medido através da razão entre a produção de bens exportáveis e importáveis e bens destinados ao mercado interno. Quanto maior e mais aberta fosse a região, mais eficiente seria estabelecer um câmbio fixo dentro desta para fins de estabilidade externa e interna. Já para Kenen (1969), o fator chave que define se dada área é ótima para adoção de câmbio fixo é o grau de mobilidade intra-industrial existente nesta, ou seja, o grau de diversificação da produção. Quanto mais diversificada fosse, melhor seria o processo de integração. Isto é, uma economia pouco variada teria altíssimos prejuízos ao fixar o câmbio. A proposição de Kenen (1969) voltaria à pauta nas posteriores discussões relativas aos efeitos dinâmicos do estabelecimento de uma União Monetária, as quais serão analisadas na seção 2.4 do presente trabalho.

De Grauwe (2006) denominou as condições expostas acima por Mundell, McKinnon e Kenen como flexibilidade, integração/grau de abertura da economia e simetria. A maneira com que interagem é mostrada na figura 1, sendo as áreas à direita da linha de AMO aquelas

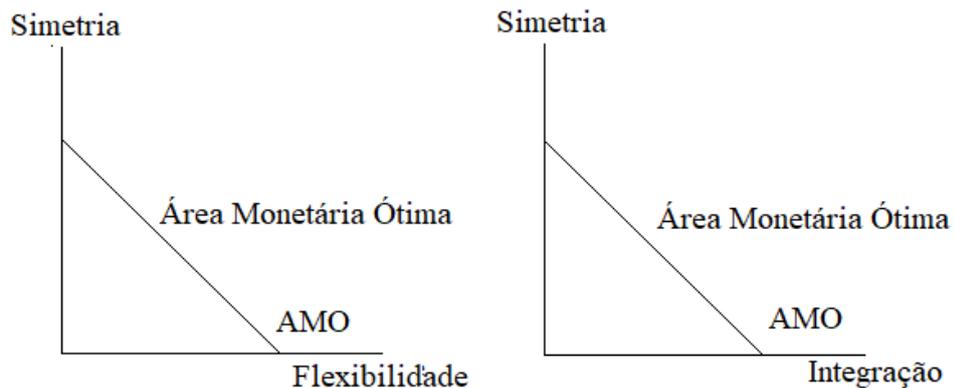
---

<sup>1</sup> Embora Mundell (1961) cite *mobilidade de fatores*, Krugman (2013) ressalta que muito provavelmente ele esteja se referindo à mobilidade de mão-de-obra.

<sup>2</sup> A ideia de moeda como expressão da soberania nacional é muito debatida em Goodhart (1998).

que asseguram a formação e sustentabilidade de uma área monetária ótima, bem como garantem que as vantagens da integração superarão seus custos.

**Figura 1** - Relação entre simetria, flexibilidade e integração no estabelecimento de uma área monetária ótima



Adaptado de De Grauwe (2006)

O diagrama esquerdo mostra a interação entre simetria e flexibilidade. Elas se relacionam negativamente já que uma menor simetria entre os países aumenta a necessidade de flexibilidade dentro da união monetária, a fim de contrabalancear os impactos negativos da primeira. Já o gráfico à direita relaciona simetria e integração, também de maneira negativa. Países que apresentam maior simetria e possuem alto grau de comércio entre si estarão à direita da linha de AMO. Quanto menor a integração entre os membros, mais expostos estarão a choques assimétricos. Isto remete à ideia de Kenen de que países mais abertos e que comercializam bastante entre si estarão aptos a formarem uma área monetária ótima (KENEN, 1969).

Bastante discutida na década de 1960, a Teoria cai em descaso por cerca de 20 anos<sup>3</sup>, e volta à pauta dos debates da década de 1990 por duas grandes razões: i) o início das discussões acerca do processo de integração Europeu com a partir da publicação do relatório Delors em 1991, o qual deu as bases do Tratado de Maastricht; e ii) a crescente importância dada a) à política monetária voltada primordialmente a controle de preços e manutenção de uma taxa de inflação estável no médio prazo; b) à emergência do Novo Consenso

<sup>3</sup> O “abandono” da teoria das áreas monetárias ótimas nas décadas de 1970 e 1980 se deu muito pelo fato desta ser vista como uma via sem saída (DELLAS; TAVLAS, 2009) e a sua pouca aplicabilidade, a qual já era admitida pelo próprio Mundell (1961).

Macroeconômico<sup>4</sup>; e c) à ideia – encabeçada por Friedman – de que no longo prazo não existiria uma Curva de Phillips estável de escolha entre inflação e desemprego, mas sim de que esta seria vertical, cabendo ao Estado apenas a escolha do nível de preços (DELLAS; TAVLAS, 2009).

Seguindo esta linha, contribuições ortodoxas mais recentes – majoritariamente de novos clássicos e novos keynesianos - partem sua análise da hipótese das expectativas racionais<sup>5</sup>, adotando o receituário ortodoxo para política fiscal e monetária como o mais adequado. Para eles, uma unificação monetária levaria a maior disciplina monetária, facilitando o controle de possíveis desequilíbrios (AMADO; MOLLO, 2004). Além disto, as análises posteriores à primeira fase da TAMO apresentada acima (“Mundell I”) são caracterizadas por uma maior atenção ao novo papel dado à política monetária, à crescente financeirização da economia e à livre mobilidade de capitais. Contudo, conforme argumentam Dellas e Tavlas (2009), embora a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas tenha voltado a atrair certa atenção, houve uma mudança na ênfase e no foco de seus estudos. Isto é, enquanto num primeiro momento a TAMO se propunha a identificar características “ótimas” das nações em relação a uma possível integração econômica, posteriormente passou a visar aspectos ligados à credibilidade de regimes cambiais alternativos. Vale ressaltar, ainda, que a literatura responsável pelo reflorescimento da teoria não estava verdadeiramente relacionada ao estudo de áreas monetárias ótimas, mas que através de análises paralelas acabava abordando a questão (MONGELLI, 2008).

Em contraponto às ideias ortodoxas, a heterodoxia enxerga o processo de integração monetária com outros olhos. Na seção seguinte serão vistas as características de correntes alternativas à TAMO tradicional.

## 2.2 A PERSPECTIVA CRÍTICA: CORRENTES HETERODOXAS

Se por um lado a ortodoxia argumenta a favor da integração econômica como meio de garantir o livre mercado e aumentar o bem-estar econômico, por outro distintas tradições heterodoxas, especialmente marxistas, pós-keynesianos e institucionalistas se mostram

---

<sup>4</sup> O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) emerge na década de 1990 em conjunto com os ideais liberais. O NCM prega que os países devam buscar o superávit primário e adotar o sistema de câmbio flutuante e o regime de metas de inflação.

<sup>5</sup> A hipótese das expectativas racionais supõe que com as informações disponíveis, agentes econômicos antecipariam as ações econômicas e políticas do governo de maneira racional, reagindo no presente com base nas expectativas futuras, anulando em algum grau a efetividade das decisões que viriam a ser tomadas.

bastante céticas em relação a este movimento. O motivo deste ceticismo é o fato destas correntes não crerem que o poder regulador do mercado é condição suficiente para manter a estabilidade financeira. Por decorrência, tendem a dar um peso mais importante ao papel da intervenção estatal e à observação das peculiaridades locais (AMADO; MOLLO, 2004).

A corrente marxista preocupa-se com a perda de poder de pressão dos trabalhadores e das classes populares com a limitação do papel do Estado dentro de uma União Monetária. Além disto, quanto mais distante da população se encontrasse da representação Estatal<sup>6</sup>, mais protegida esta última estaria de reivindicações. Já a ótica pós-keynesiana ressalta sua preocupação relativa à flexibilidade das integrações. Isto é, quanto mais diferentes forem os países-membros, mais difícil será garantir a administração de suas especificidades, e estes deverão abdicar de certas políticas próprias.

Outro caráter que diverge a ótica das visões heterodoxas com respeito às convencionais é o fato destas não acreditarem na não-neutralidade da moeda e na existência de uma dinâmica endógena às áreas monetárias ótimas. A ideia da endogeneidade faz referência à concepção ortodoxa de que mesmo que uniões monetárias não se deem em áreas com infraestruturas análogas, estas se tornarão semelhantes pela presença de alta mobilidade de fatores entre os países-membros. Para os heterodoxos, a problemática é muito maior dada importância do papel da moeda nos países capitalistas (AMADO; MOLLO, 2004).

Seguindo esta ideia, para os pós-keynesianos as diferenças fundamentais entre os países no que tange à incerteza, preferência pela liquidez e taxa de juros fariam com que a dinâmica de uma União Monetária acentuasse essas desigualdades, principalmente via sistema financeiro. Com base nesta proposição, ver-se-á mais além neste trabalho que a existência de uma taxa de juros única dentro da UME pode ser apontada como uma das raízes dos desequilíbrios que levaram à crise da Zona do Euro. Já para os marxistas a moeda representa diferentes estruturas produtivas e é a expressão das relações sociais da nação. Por refletir as especificidades de cada país, a hierarquia de moedas também é importante para eles. Ajustes e mudanças necessárias para a adoção de uma moeda única poderiam ter custos individuais muito grandes e irreparáveis.

Outra vertente heterodoxa que discorre sobre processos de integração é a CEPAL – Comissão de Estudos para a América Latina e o Caribe, que realiza seus estudos partindo justamente da análise do subdesenvolvimento desta região. A perspectiva cepalina relaciona integração a desenvolvimento – e não a ganhos comerciais, defendendo que esta deveria ser

---

<sup>6</sup> Um bom exemplo é a própria União Monetária Europeia. A *accountability* das instituições europeias é pauta frequente em debates. Comissão Europeia (2015) propõe avanços neste sentido.

realizada de maneira cautelosa e limitada; com clara transparência política; e sempre levando em consideração as diferenças estruturais de cada país. Para eles, a integração econômica poderia permitir o desenvolvimento dos setores de bens de capital necessários à América Latina, reduzindo a necessidade de importações de fora do bloco, o que se desenhava como um grande problema dada escassez de divisas (AMADO; MOLLO, 2004).

No mesmo sentido de integração ligada a desenvolvimento e à tendência atual de maior cooperação financeira entre países emergentes, alguns autores defendem a ideia de que uniões monetárias seriam a alternativa *second best* para países em desenvolvimento. Esta corrente dual, que reage às lacunas deixadas pela teoria original, ressalta que dada a presente organização do sistema monetário internacional e a falta de perspectivas de mudanças do mesmo no curto prazo, a opção de países em desenvolvimento de unirem-se representaria a “melhor” maneira destes se integrarem ao sistema. Vale ressaltar, porém, que mesmo a visão tradicional enxerga esta atual tendência ao regionalismo não necessariamente como contraditória ao livre mercado, mas sim como uma estratégia de aproximação gradual ao mesmo (DATHEIN, 2007).

Desde a década de 1950 estudiosos começaram a se preocupar com os objetivos que levariam à integração econômica. Para os neoclássicos, a melhor opção (*first best*) é aquela a ser obtida através do livre comércio, quando é alcançado o ótimo de Pareto – isto é, a impossibilidade de melhorar a situação de qualquer um dos jogadores através da realocação dos presentes recursos. Porém, sendo o ótimo de Pareto uma situação ideal, no mundo real, dadas as restrições do sistema e as imperfeições do mercado, países devem buscar através da integração econômica em maior ou menor grau uma segunda melhor opção. Obstfeld *et al* (1985) também sugerem que a TAMO poderia ser mais bem definida como uma estratégia *second best*:

Em um mundo onde não existissem problemas relativos à estabilização macroeconômica ou custos de ajustes oriundos desta, a conveniência informacional de taxas de câmbio fixas, (...) seria um argumento decisivo contra a flexibilidade cambial (OBSTFELD *et al*, 1985, p. 401, tradução livre da autora)

Em seu relatório anual de 2007, a UNCTAD, organização da ONU cujo um dos objetivos é dar continuidade à facilitação da integração entre países em desenvolvimento (PEDs) e demais países no sistema internacional de comércio, caracteriza integração econômica como o melhor recurso disponível para os primeiros. Em um mundo cada vez mais globalizado, parceiros podem se fortalecer através de interesses comuns e complementares.

Em setembro de 2017, em um dos mais recentes encontros organizados pela UNCTAD em Genebra, entre os temas mais debatidos estavam estratégias a fim de fortalecer a integração econômica regional, classificada pelo secretário geral da organização como um importante catalisador para reduzir barreiras ao comércio e aumentar a participação de países em desenvolvimento em cadeias regionais e globais de valor (UNCTAD, 2017).

Paralelamente, em seu estudo sobre simetria de choques no Mercosul no período 1995-2007, Sarriera, Cunha e Bichara (2010) ressaltam a importância da integração como auxílio à abertura de países periféricos, proporcionando maior possibilidade de financiamento destes diante de desequilíbrios, da conquista de financiamentos com objetivo desenvolvimentista e maior facilidade na estabilização de preços-chave na economia dos países. Contudo, muitos autores apontam que a conexão dos países periféricos ao circuito da globalização financeira, com a abertura crescente das suas contas de capital e dos seus sistemas financeiros, não resolveu os problemas crônicos de falta de recursos para financiar o desenvolvimento (AMADO; SILVA, 2000 *apud* DEOS *et al*, 2013). No caso mais específico da América Latina, apesar de iniciativas no sentido da integração, como a criação do Mercosul em 1991 e da UNASUL em 2008, o problema de captação de crédito de longo prazo não foi resolvido e a região continua com insuficiência de mecanismos de financiamento, reforçando a necessidade de instituições regionais para tal (DEOS *et al*, 2013).

Por sua vez, Ocampo (2006) redige sobre a arquitetura financeira internacional. Ele sugere que integrações econômicas poderiam contrabalancear o presente sistema financeiro internacional (SFI), tornando-o mais simétrico. Significaria que, ao se expressarem coletivamente como região, países menores poderiam gozar de maior poder de barganha. Em contrapartida, olhando para a posição do Euro no SFI e escrevendo sobre os desafios e perspectivas da moeda, Cohen (2008) discorre sobre as razões pelas quais o Euro não conseguiu conquistar um papel tão relevante dentro das cestas de moedas internacionais quanto se esperava dele. Entre estas, o autor cita a falta de clareza sob quem é realmente responsável pela moeda – “quem fala pelo Euro”. Dada dificuldade de se ter uma voz única dentro da União Monetária Europeia, mesmo fazendo parte da Zona do Euro Estados-Membros menores não ganharam maior poder de barganha frente a órgãos internacionais.

Em meio aos diferentes entendimentos e visões em relação à Teoria das Áreas Monetárias Ótimas e a diversos e concomitantes processos de integração econômica entre países, o debate vai paulatinamente mudando seu foco, passando da simples discussão sobre as características ideais de uma área monetária ótima aos prós e contras de processos de

integração monetária. E é justamente sobre estes custos e benefícios oriundos da integração que versará a próxima seção.

### 2.3 CUSTOS E BENEFÍCIOS DA PARTICIPAÇÃO EM UMA UNIÃO MONETÁRIA

Conforme exposto na seção anterior, as concepções sobre as vantagens e desvantagens advindas de processos de integração econômica diferem de acordo com a ótica a partir da qual são analisadas. Dada normatividade da Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, existe certa dificuldade na mensuração das consequências oriundas de processos de integração. Primeiramente, apesar de já terem sido expostas previamente, serão brevemente reanalisadas as razões que levam cada corrente a crer que estes processos podem ser benéficos. A seguir, de maneira mais detalhada, serão estudados os custos associados à integração econômica. Vale ressaltar que estes vêm sendo bastante discutidos a partir da recente crise da Zona do Euro.

A defesa das integrações monetárias pela visão convencional se dá a partir de duas ideias básicas: uma delas condiz com o conceito ortodoxo de mercado como melhor sistema de alocação de recursos, e a outra faz menção ao pressuposto da neutralidade da moeda. Partindo da primeira hipótese, serão considerados positivos acordos e arranjos econômicos que reproduzirem, ou ao menos tornarem mais próximas, as condições de livre comércio. Estes autores veem que a integração, através da diminuição de tarifas e barreiras, impulsionaria o comércio e aproximaria o sistema econômico ao livre mercado. Eles afirmam também que as trocas comerciais entre países participantes de uma união monetária, ou países que ajam em coordenação cambial, seriam ainda mais incentivadas a partir da eliminação do risco referente à taxa cambial e da incerteza entre eles, além de gerar maior transparência e facilidade para que agentes possam comparar preços, aumentando os efeitos competitivos da integração (COMISSÃO EUROPEIA, 1990). Mongelli (2002) resalta ainda que a transparência de preços pregada por uma união monetária desencorajaria a discriminação dos mesmos, e diminuiria a segmentação de mercado. Por fim, menor incerteza resultaria também em maior investimento *cross-boarder* entre os países integrados (TREASURY, 2003).

Em relação ao segundo conceito tradicional de que moeda é neutra no longo prazo, os ortodoxos entendem que integrações econômicas facilitariam o controle da mesma. Isto é, tomando como verdadeira a hipótese das expectativas racionais, estes autores compreendem que o receituário ortodoxo de política fiscal e monetária é o mais adequado, e sistemas de unificação econômica, através de maior disciplina monetária, facilitariam a aplicação e

controle de medidas *mainstream* (AMADO; MOLLO, 2004). Ou seja, uma união monetária permitiria que membros que antes sofriam com a inflação gozassem de uma maior estabilidade de preços, dificilmente alcançável em outras condições. Ainda, incentivaria “desvalorizações competitivas”<sup>7</sup>, visto que os países não podem realizar desvalorizações cambiais.

De outro lado, apesar da heterodoxia em geral se apresentar bastante cética em relação à integração econômica, algumas vertentes enxergam possíveis benefícios oriundos destes processos. A visão Cepalina, por exemplo, vê no processo de integração econômica uma possível solução para o subdesenvolvimento da América Latina. Isto é, esta escolha estaria relacionada ao desenvolvimento, e não a ganhos comerciais (AMADO; MOLLO, 2004). A corrente *second best*, por sua vez, entende que apesar de muitas vezes a integração econômica não ser a solução ideal (*first best*), é a melhor disponível, e possibilita aos países periféricos certo grau de inserção dentro do sistema financeiro internacional (DATHEIN, 2007; SARRIERA; CUNHA; BICHARA, 2010; UNCTAD, 2017).

Vale lembrar, naturalmente, que os potenciais benefícios de um processo de integração econômica variam também de acordo com o grau de cooperação existente entre os países, sendo a moeda única apenas uma das formas de coordenação de política econômica dentre os diversos modos possíveis. Sarriera, Cunha e Bichara (2010) escalonam os diferentes tipos de coordenação política e classificam os potenciais benefícios do respectivo grau de integração. Partindo da simples troca de informações até o nível mais avançado de coordenação, uma união política e monetária, que implica a coordenação completa entre os países, pode-se notar que as vantagens identificadas de uma unificação monetária são a existência de maior estabilidade e fortaleza monetária, e menor incerteza entre os países-membros. Em seu estudo sobre a existência de efeitos dinâmicos endógenos à integração econômica, ideia que será exposta na sequência deste trabalho, De Grauwe e Mongelli (2005) afirmam que uma união monetária promove reciprocidade comercial, integração econômica e financeira, e acumulação de conhecimento.

No que tange aos custos relativos ao processo de unificação monetária, o mais evidente e significativo deles é a perda de autonomia de política monetária e cambial por parte dos Estados-Membros. Ou seja, estes devem ceder o instrumento doméstico de estabilidade macroeconômica e os mecanismos de ajuste que previamente estavam ao seu alcance a

---

<sup>7</sup> A possibilidade de se realizar “desvalorizações competitivas” será analisada posteriormente neste trabalho. Adianta-se que na realidade existe grande dificuldade em desvalorizar a moeda através de queda de preços e salários reais, visto que estes são rígidos para baixo.

instituições supranacionais (TREASURY, 2003). Os países perdem o controle sobre a taxa de juros e a oferta de moeda, enquanto a política cambial visa atender a união como um todo, e não a interesses específicos. Ao mesmo tempo em que a moeda única pode prevenir ataques especulativos, deixa os países praticamente sem opções de respostas a choques assimétricos. Krugman (2013) diz que a principal desvantagem da adoção de uma moeda única é a perda de flexibilidade, não apenas pela existência de uma política monetária “*one-size-fits-all*”, isto é, uma política monetária única que representa todos os Estados-Membros, mas principalmente pela perda de mecanismos de ajuste em nível nacional. O autor ressalta ainda que a própria TAMO já admitia a dificuldade de se desvalorizar a moeda na ausência de autonomia cambial.

Esta abdicação da autonomia individual em favor da integração econômica é entendida como um alto custo tanto por heterodoxos quanto por parte da ortodoxia. Os primeiros, conforme já exposto em seções anteriores, atribuem um grande papel ao Estado, e por isso são céticos em relação a processos que resultem em perda de poder do mesmo. A ortodoxia, por outro lado, se divide no entendimento sobre esta questão. Os custos de uniões monetárias eram bastante influentes durante a primeira fase da teoria das áreas monetárias ótimas. Partindo das suposições de Mundell I, países deveriam se unir apenas caso as condições estipuladas pela TAMO fossem alcançadas, as quais garantiriam que as vantagens oriundas da fixação cambial ultrapassariam aquelas do câmbio flutuante. Esta primeira fase neoclássica da Teoria, entretanto, pressupunha a rigidez de preços e salários e a existência de uma curva de Phillips constante no curto prazo. Isto implicaria que as escolhas de uma união monetária seriam entre aumentar inflação ou diminuir desemprego e, dada a inexistência de qualquer poder de política monetária a nível doméstico, Estados-Membros não teriam escolha entre crescimento e desemprego, devendo seguir a política supranacional. Isto é, no caso da União Monetária Europeia, o conjunto de ideias preconizadas por Mundell I dentro da TAMO levantava certo ceticismo sobre a conveniência da criação de uma moeda única na Europa, visto que esta não se caracteriza como uma AMO, como será visto a seguir.

Entretanto, com Mundell (1973) *apud* Dellas e Tavlas (2009), que parte sua análise de um mundo com livre mobilidade de capitais, e o nascimento de “Mundell II”, a taxa de câmbio deixa de ser uma força estabilizadora e contrariamente passa a ser origem de choques assimétricos (MCKINNON, 2004). Isto significa que aquilo que antes era visto como o grande custo oriundo de uma unificação monetária – a abdicação da autonomia de políticas monetária e cambial – acaba perdendo importância no debate. Conforme De Grauwe (2006), Mundell II vê a perda da taxa de câmbio como mecanismo de ajuste até mesmo como uma

vantagem para as nações, pois esta em vez de prover um grau de liberdade extra na política econômica dos países, justamente o diminui, sendo tão somente uma fonte de distúrbios a ser estabilizada pelas nações. Concomitantemente, com o domínio da ideia de expectativas adaptativas<sup>8</sup>, passa-se a entender que a Curva de Phillips não é constante, mas sim vertical no longo prazo, baseada justamente no poder adaptativo das expectativas dos agentes. Ou seja, a escolha do governo seria apenas em relação ao nível de preços desejado. Segundo esta ideia, a “grande perda” de autonomia de política monetária não seria tão penosa assim, visto que no longo prazo os estímulos monetários que caberiam ao governo levariam tão somente à inflação, sendo necessárias reformas estruturais por parte das nações (DE GRAUWE, 2006). Ferrari e de Paula (2002) sintetizam o debate da seguinte maneira:

Ganhos microeconômicos resultantes do processo de coordenação da política econômica *vis-à-vis* perdas macroeconômicas como consequência das restrições que as autoridades monetárias passam a ter no sentido de operacionalizar de forma independente a política econômica (FERRARI; DE PAULA, 2002, p. . 177).

Por fim, vale ressaltar que o debate entre as vantagens e desvantagens oriundas de processos de integração econômica e principalmente da adoção de uma moeda única se dava principalmente em termos teóricos até a emergência da União Monetária Europeia, sendo as análises quantitativas impulsionadas a partir da criação desta. Outra discussão significativa que ganha força com o estabelecimento da UME é relativa aos efeitos dinâmicos de uma unificação monetária, que se relaciona com o debate entre custos e benefícios da mesma visto até aqui: embora em um primeiro momento uma região não se encaixe nos critérios ótimos formulados pela TAMO, portanto teoricamente apresentando maiores custos potenciais do que benefícios aos países postulantes à participação no processo de integração, a própria unificação pode ajudar a corrigir estes problemas a partir de seus efeitos dinâmicos, fazendo com que as vantagens de uma união monetária excedam os custos oriundos desta. Esta discussão será analisada na seção a seguir.

## 2.4 ASPECTOS DINÂMICOS DE UMA UNIÃO MONETÁRIA

Muitas das críticas à Teoria das Áreas Monetárias Ótimas advêm do fato desta ser uma análise estática, que não leva em conta os efeitos dinâmicos de uma possível união monetária, avaliando apenas as condições *ex-ante* da região em discussão. Como afirma a crítica de

---

<sup>8</sup> A ideia das expectativas adaptativas sugere que as pessoas formam suas expectativas futuras com base no que aconteceu no passado.

Lucas<sup>9</sup>, embora as condições prévias sejam de grande importância, não se pode tentar prever os efeitos de uma política econômica inteiramente olhando para as condições anteriores à unificação.

Nesta mesma lógica, Alesina, Barro e Tenreyro (2002) defendem que a decisão de um país em integrar-se economicamente não deve levar em consideração tão somente condições *ex-ante*, mas sim possíveis efeitos *ex-post* desta. No caso europeu, os autores afirmam que mesmo a Zona do Euro não sendo uma AMO, seria possível estabelecer uma união monetária bem-sucedida na região, trazendo um custo-benefício positivo aos países membros. Eles reiteram, porém, que quanto maior fosse a distância entre a realidade e os critérios teóricos básicos expostos pela TAMO, mais complicado seria o processo de unificação. Seguindo a mesma lógica, Frankel e Rose (1998), que escrevem logo antes da criação do Euro e olham para o projeto da UME, dizem que embora a Europa não se encaixe em todas as características de uma AMO, a própria unificação impulsionaria a integração e a simetria do bloco. Eles também pregam a ideia de que o mais importante seria a satisfação de critérios de convergência *ex-post*. Estes autores levantam a ideia da existência de efeitos endógenos em uniões monetárias que levam a uma maior integração dos países, o que acentuaria o comércio entre eles, aumentando a correlação de seus ciclos de negócios. Ou seja, quanto mais os países transacionassem entre si, mais seus ciclos econômicos seriam correlacionados – caso o comércio seja intra-setorial.

Em contraposição à ideia de endogeneidade, Krugman (1993) levanta a possibilidade da existência de um efeito dinâmico contrário em uma união monetária, em direção à especialização. Ele afirma que uma AMO estimula a especialização dos países, o que pode ter um efeito negativo sobre a integração econômica. O autor diz que esta característica levaria a uma menor diversificação econômica das nações, diminuindo a correlação entre os países e aumentando os riscos de choques assimétricos. Ou seja, para Krugman mesmo que os critérios estáticos da TAMO sejam *a priori* satisfeitos, a própria dinâmica de uma União Monetária é desestabilizadora. Esta mesma lógica estava presente já nos argumentos de Kenen (1969), o qual dizia justamente que quanto maior o grau de integração entre os países-membros, mais profunda será a especialização de cada nação em um setor específico, aumentando o comércio inter-setorial entre eles e resultando em ciclos de negócios menos simétricos.

---

<sup>9</sup> Lucas, ao criticar a Curva de Phillips, afirma que os modelos econômicos não podem prever o comportamento dos agentes baseados tão somente em fatores precedentes à transformação.

Ou seja, existem argumentos divergentes quanto aos efeitos dinâmicos da integração econômica. Como resume Broz (2005), a ideia de endogeneidade de uma AMO sugere que seus critérios são mais prováveis de serem cumpridos *ex-post* que *ex-ante*, visto que se espera certo grau crescente de convergência entre os estados-membros de uma união monetária. Por outro lado, o critério da especialização diz que mesmo que estes critérios sejam atingidos *ex-ante*, provavelmente não o serão *ex-post*, dado aumento gradual da assimetria entre as nações. Seguindo esta linha, Arestis *et al.* (2003) discutem se a formação de uma união monetária deve proceder, e assim impulsionar, a convergência entre os países-membros, ou o contrário. Segundo eles, deve haver certo – alto – grau de convergência entre as nações *a priori*, para que a unificação possa ser posta em prática. Eles afirmam ainda que este não seria o caso da moeda única europeia – apesar das tentativas da Zona do Euro prévias à unificação de acelerar a simetria entre os países postulantes ao ingresso na UME, através do Ato Europeu Único e do tratado de Maastricht. Para eles, a convergência dos Estados-Membros teria se dado apenas em termos nominais, e não em nível estrutural. Isto significa que, por exemplo, embora as taxas de inflação das nações tenham em algum grau se tornado mais simétricas, os mecanismos e tendências inflacionárias individuais não foram corrigidos. O processo de integração europeu será analisado com maior ênfase no próximo capítulo.

## 2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Processos de integração econômica são vistos de maneira diferente pelas diversas correntes teóricas. A visão convencional da Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, primeiramente representada por Mundell I, enxerga este processo com bons olhos por entender que quanto maior for a integração entre países, menores serão as tarifas e entraves às trocas comerciais, resultando em um comércio mais livre e preços internacionais mais alinhados. Esta primeira fase da TAMO visa identificar quais características seriam indispensáveis a uma dada região para que o estabelecimento de um sistema de câmbio fixo entre estes países seja vantajoso. Já a defesa da integração econômica por linhas ortodoxas mais recentes se dá a partir da hipótese das expectativas racionais e da mudança do entendimento do papel da política monetária dentro da política econômica. Neste novo cenário, o receituário ortodoxo para política fiscal e monetária seria o mais adequado, e uma unificação monetária levaria a maior disciplina monetária, facilitando principalmente o controle inflacionário por parte das nações.

De outro lado, a heterodoxia apresenta um caráter mais cético em relação à integração econômica entre países. Este ceticismo decorre principalmente do entendimento de que o papel do Estado é muito importante para que possa ser abdicado pelos países, e do pressuposto de que, não sendo neutra, a moeda teria funções específicas dentro da economia de cada país – indo da representação da estrutura produtiva nacional a diferentes preferências pela liquidez e pela taxa de juros. Entretanto, existem vertentes alternativas que veem processos de integração econômica com bons olhos. Os estudos cepalinos, por exemplo, entendem que uma possível unificação monetária na América Latina possibilitaria o desenvolvimento dos setores de bens de capital necessários aos países, reduzindo a necessidade de importações de fora do bloco, grande problema tendo em vista a escassez de divisas do continente. Ou seja, a integração estaria relacionada ao desenvolvimento, e não a ganhos comerciais. Já segundo alguns autores uniões monetárias seriam a alternativa *second best* para países em desenvolvimento. Esta corrente se caracteriza por um olhar positivo do regionalismo como estratégia desenvolvimentista e se baseia na ideia de que através da integração econômica países periféricos conseguiriam melhorar sua posição dentro do sistema financeiro internacional.

Grande parte do debate entre os ideais *mainstream* e heterodoxos se dá em relação aos potenciais custos e benefícios oriundos destes processos de integração econômica, principalmente de uma união monetária. Embora difíceis de quantificar, os benefícios são de certa forma evidentes: menores custos de transação, eliminação de risco cambial, maior transparência, maior competitividade – visto que os preços podem ser mais facilmente comparados, e intensificação do comércio entre os países-membros. Entretanto, no debate que tange às desvantagens acarretadas por uma unificação monetária, as discordâncias são maiores. Enquanto a heterodoxia sempre manteve um “pé atrás” no entendimento de processos de integração, a ortodoxia vem mudando seu pensamento relativo a tal questão. Num primeiro momento, a visão convencional apontava a perda de autonomia dos países em fazer política monetária e cambial como extremamente custosa, e a literatura à época buscava justamente identificar que características deveriam existir nas nações postulantes à integração para que esta desvantagem pudesse ser superada pelos benefícios de uma unificação monetária.

Num segundo momento, porém, esta abdicação da possibilidade de países realizarem políticas próprias em nível nacional passou a ser entendida como um problema não tão grande, e às vezes até vista mesmo como positiva. Esta mudança no pensamento ortodoxo se deu por algumas razões: i) a mudança no papel da política monetária, o qual passa ser

primordialmente a estabilidade de preços no médio prazo; ii) certa descrença na existência de uma Curva de Phillips estável no longo prazo, como acreditava-se anteriormente, mas sim passa-se a entender que esta seria vertical, cabendo às nações tão somente escolher o seu nível geral de preços; iii) a ascensão do Novo Consenso Macroeconômico, que molda o escopo de ação do Estado; e iv) a crescente financeirização da economia e livre mobilidade de capitais. Entretanto, atualmente, principalmente após a crise que atingiu a Zona do Euro, percebe-se a ressurreição do debate acerca da importância da autonomia nacional como mecanismo de combate a choques assimétricos. Nestes casos, uma política monetária “*one-size-fits-all*” não seria suficiente para proteger e recuperar as economias dos Estados-Membros.

Conforme visto, outro ponto importante no estudo de processos de integração econômica é a discussão sobre os efeitos dinâmicos dos mesmos. Este debate ganha força principalmente na década de 1990, à luz da criação da União Monetária Europeia, e tem caráter majoritariamente paradoxal. De um lado, alguns autores acreditam na existência de um efeito endógeno às unificações monetárias, o qual acarretaria em maior integração, maior comércio e maior correlação entre os países, fazendo com que estes provavelmente formassem uma área monetária ótima *ex-post*, embora não o fossem anteriormente à integração. De outro lado, há a hipótese de que uma área monetária ótima estimularia países à especialização, o que poderia ter um efeito negativo sobre uma união monetária. Segundo esta ideia, a especialização produtiva dos países levaria a uma menor diversificação econômica dos mesmos, diminuindo a correlação entre eles e aumentando o risco de choques assimétricos no bloco monetário. Ou seja, autores que acreditam na existência de um efeito dinâmico de especialização dizem que mesmo que os critérios estáticos da TAMO sejam *a priori* satisfeitos a própria dinâmica da integração econômica é desestabilizadora.

A partir dos pressupostos teóricos apresentados neste primeiro capítulo, a seguir será tratado especificamente o processo de integração europeu, primeiramente de maneira mais histórica, para então ser realizada uma análise das dinâmicas específicas à Zona do Euro.

### 3 O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA EUROPEU

*“[...] EMU is the crowning achievement of four decades of European Economic Integration. (...) EMU is, above all, an essential building block in Europe’s growing political unity” Michael Camdessus, 1997*

A União Monetária Europeia é o resultado de uma longa e progressiva integração econômica dentro da União Europeia (UE). É um desdobramento do Mercado Único Europeu, definido a partir da assinatura do Tratado de Roma em 1957, o qual estabelecia regulações comuns aos produtos e livre circulação de bens, capital, mão de obra e serviços. Sendo uma união monetária um dos níveis mais avançados de coordenação econômica, maiores são seus potenciais benefícios em termos de estabilidade macroeconômica e redução da vulnerabilidade a choques externos (SARRIERA; CUNHA; BICHARA, 2010).

Em dezembro de 1991, com a definição do Tratado da União Europeia, mais conhecido como Tratado de Maastricht, os países iniciam sua caminhada em direção ao estabelecimento da UME:

*[...] declarando que eles estavam decididos a atingir o fortalecimento e a convergência de suas economias, e a estabelecer uma união econômica e monetária incluindo, de acordo com as provisões deste tratado, a criação de uma moeda única e estável (CONSELHO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, dezembro de 1991, p. 4, tradução livre da autora)*

Entre sua assinatura, em 1992, e a introdução do Euro – em 1999 para transações financeiras, e em definitivo em 2002 através de moedas e notas, diversos foram os avanços, em diferentes direções. Vasta foi também a literatura relacionada às possíveis consequências da criação UME, embora estas fossem, e ainda sejam, difíceis de quantificar, dada inexistência de um contrafactual. Muito desta literatura foi guiada pela Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, mesmo que a TAMO seja reconhecida pelo seu caráter normativo, visto que não existe um teste através do qual as hipóteses possam ser aceitas ou rejeitadas (EICHENGREEN, 1991). Este capítulo irá revisar um pouco desta bibliografia.

A primeira seção trará um reexame histórico da formação da União Monetária Europeia, com especial atenção ao estabelecimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento (SGP) e à criação do Banco Central Europeu. Estes viriam a ter um papel fundamental no combate da Zona do Euro à crise. Para tal, serão utilizados como referência o documento

publicado pelo Parlamento Europeu (DELIVORIAS, 2015) e o estudos de Eichengreen (2004).

A seguir, a partir de Mongelli (2008) e Krugman (2013), a União Monetária Europeia será analisada às sombras da TAMO, a fim de esclarecer se i) a Europa se constituía como uma área monetária ótima que justificasse o estabelecimento de uma união monetária; ii) até que ponto foram levadas em consideração as observações levantadas pela versão original da TAMO – *early OCA Theory*<sup>10</sup> – no processo de unificação monetária europeu; e iii) quais as implicações do fato da Zona do Euro ser – ou não – uma AMO. Debater-se-á ainda sobre as disparidades existentes dentro da Zona do Euro, principalmente entre *core* e *periferia*, e como estas se acentuaram ao longo dos primeiros dez anos de União Monetária Europeia.

### 3.1 DE UM MERCADO ÚNICO À UNIÃO MONETÁRIA

Devastada após as duas grandes guerras que marcaram o início do século XX, a Europa passou a apresentar um ritmo de integração singular, cujo ímpeto e a vontade de cooperar eram sem precedentes. Eichengreen (2004) ressalta que isto derivava principalmente de dois fatos - a história de hostilidade do continente, a qual culminara nas I e II guerras mundiais, e a geografia de interdependência econômica entre os países. Ainda segundo o autor, com o passar do tempo iniciativas similares foram surgindo no resto do mundo, porém o caso europeu continuou sendo de certa maneira único, pois se deu de maneira mais rápida e em maior grau; tem um aspecto institucional importante e proeminente<sup>11</sup>; e conta com dimensões políticas significativas – caráter que será abordado no decorrer deste capítulo.

Após momentos de extrema turbulência, a calma retornaria ao continente com o fim da II Guerra Mundial e o estabelecimento do Tratado de Breton Woods<sup>12</sup>, que apesar de assinado em 1944, não foi subitamente posto em prática dada inconversibilidade das moedas no primeiro momento pós-guerra. Foram criadas a Organização Europeia de Cooperação Econômica (*Organisation for European Economic Cooperation* – OEEC) e a União Europeia de Pagamentos (*European Payments Union* – EPU) em 1948 e 1950, respectivamente, com o principal objetivo de lidar com os problemas de pagamentos relativos à restauração da conversibilidade da conta corrente dos países europeus, além de supervisionar a distribuição

---

<sup>10</sup> Mongelli (2008) utiliza tal expressão para definir a primeira fase de estudo da TAMO que McKinnon (2004) chamou de Mundell I.

<sup>11</sup> Neste mesmo trabalho, Eichengreen (2004) ressalta as diversas correntes interpretativas do processo de integração europeu, sendo uma delas a institucionalista.

<sup>12</sup> O acordo de Bretton Woods definiu o dólar americano como moeda âncora para as demais taxas cambiais, indexando-o ao ouro – 35 dólares equivaliam a uma onça de ouro.

do crédito oriundo do Plano Marshall (EICHENGREEN, 2004). Já na década de 1950 foi criada a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (*European Coal and Steel Community* – ECSC), que uniu a Alemanha, a França e a Itália a já existente área de livre comércio Benelux<sup>13</sup>, esta última tida como precursora da Comunidade Econômica Europeia (*European Economic Community* - EEC). Segundo Eichengreen (2004), apesar de o aço e o carvão terem sido indústrias secundárias nos anos 1950, o fato de que a criação de uma área de livre comércio na Europa tenha se dado através destas duas indústrias não refletiu motivos econômicos, mas sim de segurança – as duas matérias primas foram a espinha dorsal da Alemanha durante a segunda guerra mundial. Além da segurança como fator de incentivo à integração, Feldstein (1997) ressalta a importância do caráter político da criação da União Monetária Europeia: de acordo com o autor, o verdadeiro motor da unificação europeia teriam sido os interesses políticos, sejam eles nacionais ou pessoais. Dentre estes, estariam o desejo de manutenção da paz no continente, a aspiração nacional por maior força e projeção mundial e a tentação da conquista de um “lugar à mesa”.<sup>14</sup>

Segundo Delivorias (2015), até então pouco se falava em termos de organização monetária dentro da Comunidade Econômica Europeia. A maior atenção era voltada para o estabelecimento de um mercado comum e uma união aduaneira, sendo algumas pequenas conquistas em nível europeu. Contudo, em 1962 dois importantes passos foram dados em favor da integração europeia: foi criada a Política Comum de Agricultura (*Common Agricultural Policy* – CAP), seguida pela publicação do Memorando Marjolin em outubro. A primeira, embora não tenha sido o passo mais memorável do processo de integração, foi uma marcante conquista da Comunidade Europeia, pois criou pressão para a coordenação monetária visto que a flutuação cambial ameaçava a compatibilidade dos preços de suporte (preços de indispensáveis produtos agrícolas) denominados em moeda local nos diferentes Estados-Membros (EICHENGREEN, 2004). Já o segundo, considerado por Mongelli (2008) como o ponto de partida oficial da integração monetária europeia, lançou a discussão em torno de uma moeda única e propôs várias medidas em termos de cooperação monetária.

Porém, com os enormes déficits americanos em conta corrente e o surgimento de pressões inflacionárias nos mercados internacionais, a estabilidade do dólar e do Sistema Bretton Woods em geral foram colocados em xeque. De acordo com Delivorias (2015), estas turbulências de mercado forçaram uma valorização do marco alemão e desvalorização do

---

<sup>13</sup> Benelux foi uma organização econômica europeia de livre comércio criada em 1943 que compreendia os países da Bélgica, Holanda e Luxemburgo.

<sup>14</sup> Expressão utilizada por Feldstein (1997) para ressaltar o peso dado à participação na União Monetária Europeia como forma de acesso às discussões vigentes.

franco, colocando em risco o sistema de preços únicos estabelecido pelo CAP, tendo um resultado negativo no comércio entre os países. Isto incentivou as nações a se reunirem e desenharem um plano para uma integração monetária ainda mais próxima, cujo resultado foi a publicação do *Werner Report*, em 1970, o qual estabelecia um processo de três estágios para atingir uma união monetária em um período de dez anos. Entretanto, este acabou impossibilitado, pois levava em consideração o desenho internacional regido pelo Sistema Bretton Woods que caiu no ano seguinte, em agosto de 1971. Apesar de nunca ter sido posto em prática, Mongelli (2008) ressalta que o *Werner Report* deixou as bases para passos futuros em direção à unificação monetária, podendo-se citar como exemplo o fato de ser um plano com introdução por estágios e de prever a transferência do poder decisório dos Estados-Membros para o nível pan-europeu.

Em abril de 1972, reunidos em Basileia, membros dos bancos centrais dos países participantes da Comunidade Econômica Europeia colocaram em ação um sistema conhecido como a cobra no túnel (“*The Snake in the Tunnel*”)<sup>15</sup>. A queda do Sistema Bretton Woods no ano anterior dera início a bruscas flutuações das moedas europeias vis-à-vis o dólar, colocando em risco a política de preços agrícolas comuns. O mecanismo da cobra no túnel pré-estabelecia novas paridades entre as moedas nacionais (as “cobras”) e o dólar (“túnel”), além de estabelecer margem máxima de flutuação de 2,25% pontos para cima ou para baixo em relação a uma taxa de câmbio central. Permitia, ainda, que bancos centrais de outros países membros negociassem uma moeda caso esta estivesse prestes a superar as margens estabelecidas (DELIVORIAS, 2015). Dada turbulência do período, que culminaria no primeiro choque do petróleo em 1973, pouco tempo depois os países já tinham abandonado o mecanismo – ao final da década de 1970 apenas o marco alemão, as moedas do Benelux e a coroa dinamarquesa ainda mantinham a paridade. Ainda segundo Delivorias (2015), apesar do insucesso do plano, os esforços para gerar estabilidade cambial continuaram. Em 1979, uma forma ainda que limitada de cooperação monetária foi lançada pelos então presidente francês e chanceler alemão: O Sistema Monetário Europeu (*European Monetary System – EMS*).

Conforme Mongelli (2008), o principal objetivo do sistema continuava sendo reduzir o impacto das variações das diversas moedas europeias e regular as mudanças nas paridades cambiais das mesmas. Para tanto, foram definidas a Unidade de Valor Europeia (*European Currency Unit – ECU*), cujo valor era definido através de uma cesta de moedas, e o

---

<sup>15</sup> Os membros iniciais do mecanismo eram França, Alemanha, Itália, Luxemburgo e Holanda. Dinamarca, Noruega e Reino Unido tomaram parte pouco tempo após sua criação.

Mecanismo de Taxa de Câmbio (*Exchange Rate Mechanism – ERM*). Isto é, as taxas cambiais eram baseadas na Unidade de Valor Europeia, que por sua vez era definida como a média ponderada das moedas participantes.<sup>16</sup> Por fim, a paridade de cada moeda nacional era calculada com base na ECU, e a variação entre estas moedas poderia ser de no máximo 2,25%. Concomitantemente à existência do EMS, passos importantes foram dados em direção à unificação monetária. Comprometidos com a disciplina pregada pelo sistema, França e outros países que sofriam frequentemente com o nível geral de preços conseguiram baixar suas taxas de inflação e de juros, revivendo a ideia e o desejo de maior coordenação monetária e cambial. De acordo com Delivorias (2015), o custo da existência de diversas moedas e de taxas de câmbio instáveis começava a ficar cada vez mais evidente, principalmente a partir da definição do Ato Único Europeu (*Single European Act – SEA*) em 1986, que introduziu o Mercado Único Europeu. Neste sentido, liderados por Itália e França, os países estabeleceram em junho de 1988 um comitê liderado por Jacques Delors a fim de propor passos concretos em direção à União Econômica e Monetária. Lançado em 1989, o *Delors Report* deu as bases para a criação do Tratado de Maastricht, definindo um processo de unificação em três estágios (MONGELLI, 2008). Em dezembro de 1991, os chefes de Estado, reunidos em Maastricht, aprovaram o Tratado da União Europeia, bem como as bases da União Econômica e Monetária Europeia:

O Tratado determinou a introdução de uma política econômica implementada por um único e independente Banco Central, cujo objetivo primário seria a estabilidade de preços. Definiu também os passos legais para o estabelecimento de uma moeda única, a ECU – que viria a ser substituída pelo Euro. Finalmente, o tratado fixou critérios de convergência<sup>17</sup> a serem alcançados pelos países até o terceiro estágio da União Monetária Europeia (DELIVORIAS, 2015, p. 4, tradução livre da autora)

Entretanto, vale ressaltar que o percurso entre os estágios definidos pelo *Delors Report* não se deu de maneira tão tranquila. Com a aproximação da data de lançamento da UME e a existência de certa divergência ideológica entre membros, começou a crescer o pessimismo em relação à unificação monetária. Segundo Delivorias (2015), a Alemanha mostrava preocupações em relação ao abandono de sua rígida política inflacionária, enquanto outros países como França e Espanha demandavam maior atenção a medidas que focassem o

<sup>16</sup> Tomo a liberdade de associar este mecanismo à criação da Unidade Real de Valor (URV) na economia brasileira. Apesar de não ter fixado a taxa de câmbio, a ancorou ao dólar de maneira a influenciar as expectativas dos agentes.

<sup>17</sup> Os critérios de convergência podem ser resumidos como: a) atingir um nível de estabilidade de preços sustentável; b) apresentar finanças públicas sólidas; c) manter a estabilidade cambial estabelecida pelo EMS; d) apresentar baixa taxa de juros de longo-prazo; e e) possuir um Banco Central legalmente independente (COMISSÃO EUROPEIA, 2018).

crescimento. Tais discordâncias levaram os líderes a se encontrarem em Dublin em 1996 e definirem o Pacto de Estabilidade e Crescimento (SGP), a fim de tentar satisfazer as demandas de todos os Estados-Membros envolvidos. O SGP, em conjunto com o BCE, viriam a moldar as ações da União Monetária Europeia, bem como constituem importante fonte de explicação das respostas desta à crise. Por tais motivos, as subseções a seguir são destinadas a eles.

**Tabela 1** – Os três estágios definidos pelo Delors *Report*

1º estágio – 1º de julho de 1990	2º estágio – 1º de janeiro de 1994	3º estágio – 1º de janeiro de 1999
Liberalização total dos movimentos de capitais	Criação do Instituto Monetário Europeu	Fixação irrevogável das taxas de câmbio
Maior cooperação entre os Bancos Centrais dos Estados-Membros	Proibição do financiamento do setor público pelos bancos centrais	Introdução do Euro
Livre utilização da ECU, a unidade monetária europeia que precedeu o euro	Maior coordenação das políticas monetárias	Condução de uma política monetária única pelo Sistema Europeu de Bancos Centrais
Aumento da convergência econômica	Reforço da convergência econômica	Entrada em funcionamento do novo mecanismo de taxas de câmbio entre os países da União Europeia, o EMS II
Início da preparação para as medidas do 3º estágio	Conclusão do processo de independência dos bancos centrais nacionais, cujo objetivo primário passa a ser estabilidade de preços	Entrada em vigor do Pacto de Estabilidade e Crescimento
Assinatura do Tratado de Maastricht (7 de fevereiro de 1992)	Preparação para as medidas do 3º estágio	

Adaptado do site do Banco Central Europeu (2018)

### 3.1.1 Pacto de Estabilidade e Crescimento

O Pacto de Estabilidade e Crescimento é pauta constante nos debates relativos à União Monetária Europeia, independente da visão e do entendimento que se tenha dele. O SGP destaca-se por ser o único elemento criado após a definição da estrutura institucional da UME, sendo o resultado da reunião dos chefes de estado em Dublin em dezembro de 1996 e tendo sido assinado em Amsterdam em 1997 (EICHENGREEN; WYPLOSZ, 1998). Conforme ressaltado na seção anterior, entre a assinatura do Tratado da União Europeia em 1992 e a definição do SGP, os países europeus postulantes à entrada na União Monetária passaram por momentos de turbulência, tanto econômica – quando o ERM foi abandonado pela Itália e pelo Reino Unido – quanto ideológica, haja vista a cada vez mais próxima unificação monetária (DELIVORIAS, 2015). Nasce, então, o Pacto de Estabilidade e Crescimento<sup>18</sup>, a fim de reforçar o monitoramento e a coordenação das políticas econômicas e fiscais nacionais e

<sup>18</sup> De acordo com Eichengreen e Wyplosz (1998), a parte do nome relativa ao “crescimento” teria sido uma demanda explícita da França.

garantir o cumprimento dos limites de débito e déficit público, já previamente definidos pelo tratado de Maastricht.

Isto significa que apesar da política orçamentária (tributação e finanças públicas) dos Estados-Membros continuar a cargo dos governos nacionais, elas devem seguir algumas regras acordadas no âmbito da União Europeia, uma vez que podem apresentar um impacto em todo o bloco econômico. Parte destas regras orçamentárias, nomeadamente os Procedimentos de Déficit Excessivo e de Vigilância Mútua (*Excessive Deficit and Mutual Surveillance Procedures*, respectivamente), prevê que o déficit orçamentário ou fiscal anual dos países não ultrapasse 3% do seu PIB e que a dívida pública acumulada não exceda 60%, também relativos ao PIB (UNIÃO EUROPEIA, 2015).

O SGP, reforçando justamente estas obrigações, prega posições fiscais sustentáveis e maior vigilância das mesmas no médio prazo. Clarifica, também, sob quais condições seria aceitável um déficit orçamentário maior que 3%,<sup>19</sup> além de garantir que os Estados se comprometam a tomar as medidas de correção que considerem necessárias para alcançar os objetivos dos programas de estabilidade ou de convergência (CONSELHO EUROPEU, 1997; EICHENGREEN; WYPLOSZ, 1998). Em 1998 entram em ação as regras preventivas previstas pelo pacto, enquanto as corretivas – quais sejam, aquelas que regem os procedimentos relativos aos déficits excessivos a serem adotados pela Comissão Europeia – passam a valer a partir de 1999.

Entretanto, o Pacto não se mostrou eficiente em termos práticos, uma vez que nenhuma punição foi aplicada àqueles que não agiram de acordo com as determinações institucionais. De acordo com Feenstra e Taylor (2011), os Estados motivaram-se em seguir as políticas impostas pela UE apenas no momento anterior a sua entrada na Zona do Euro, objetivando tal aceitação. Vale ressaltar que a própria Alemanha, principal demandante e articuladora das rígidas regras, assim como a França, ultrapassaram os limites impostos pelo SGP em 2004 e acabaram imunes de qualquer sanção (TRAN, 2004). O fato, que marcou o Pacto pela impunidade, fez com que em 2005 o mesmo sofresse uma emenda, a qual a Comissão Europeia resume da seguinte maneira: “[o pacto] passou a considerar circunstâncias nacionais individuais e a adicionar maior racionalidade econômica às regras” (COMISSÃO EUROPEIA, [201-]). De Grauwe (2010), entretanto, define o II SGP como uma versão muito mais diluída e com exceções ainda maiores em relação à anterior.

---

<sup>19</sup> Veja Eichengreen e Wyplosz (1998).

As primeiras versões do pacto foram desde o início alvo de muitas críticas. O trabalho de Eichengreen e Wyplosz (1998) versa sobre as possíveis motivações e potenciais efeitos do SGP sobre a União Monetária Europeia. Os autores dizem que aquilo que o Pacto provavelmente objetiva – diminuir o risco de pressão inflacionária nos outros países caso um Estado-Membro vá à falência; neutralizar a pressão inflacionária que possa existir sobre o Banco Central Europeu de maneira geral; e forçar certa coordenação fiscal entre os países – poderia ser alcançado de outra maneira, e não justificaria o mesmo. Ainda, as imposições fiscais do SGP poderiam ter um efeito negativo sobre a taxa de crescimento dos países da Zona do Euro, além de distraí-los das reformas estruturais que realmente importam: reformas do mercado de trabalho e mudança no perfil da dívida pública em nível nacional, que trariam maior flexibilidade aos Estados-Membros, e melhor regulação bancária no âmbito da União Monetária, que reduziria o risco de falência dos países sem diminuir a margem de ação dos Estados. Eichengreen (1996) também já criticava os Procedimentos de Déficit Excessivo e o SGP dizendo que estes induziriam as políticas fiscais nacionais à ciclicidade.

De Grauwe (2013), ao escrever sobre as falhas estruturais da UME, ressalta que a unificação monetária tirou dos países os mecanismos estabilizadores no combate a crises, sendo um deles o orçamento estatal. Ele utiliza a lógica keynesiana para justificar a necessidade de espaço fiscal para que o Estado possa entrar gastando em momentos de depressão e dinâmica deflacionária. O autor cita também que em momentos de caos econômico, quando os agentes buscam liquidez, o Estado deve estar disposto a comprar ativos privados – outra razão pela qual deve haver certa margem de manobra no orçamento Estatal. Romer (2011), em conferência do Fundo Monetário Internacional, também ressalta a necessidade de ferramentas de política fiscal para estabilização no curto prazo, além de salientar que política fiscal é sim efetiva em momentos de crise, quando os instrumentos de política monetária se mostram inócuos. Para tanto, destaca a importância de que os Estados apresentem uma situação fiscal saudável e certo espaço para ação em resposta a choques.

Após a crise que abalou a Zona do Euro no início da presente década, o Pacto voltou a ser arduamente discutido. Enquanto aqueles que acreditam que a crise foi principalmente culpa da irresponsabilidade fiscal de certos Estados-Membros pregam um maior recrudescimento do SGP (a visão germânica), os que entendem que a verdadeira fonte de problemas é o fato de a política fiscal continuar tão somente uma preocupação nacional – a corrente institucional – propõe mudanças na maneira com que a questão fiscal é conduzida dentro da União Monetária Europeia (WYPLOSZ, 2010).

Todavia, não apenas política fiscal foi, e é, constante alvo de debate no âmbito da União Monetária Europeia. Muito se fala sobre o Banco Central Europeu, peça chave dentro da Zona do Euro. As discussões vão desde as suas raízes, passando pela sua criação e avaliando suas ações ao longo destas quase duas décadas de UME. É sobre o BCE que trata a próxima subseção.

### 3.1.2 O Banco Central Europeu

Autoridade monetária dentro da UME, o Banco Central Europeu foi criado e teve suas bases definidas a partir da assinatura do tratado de Maastricht. Algumas das mais notáveis regras estabelecidas foram a total e completa independência do Banco Central e a impossibilidade de fiança e financiamento dos déficits públicos nacionais por parte do BCE (CONSELHO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS, 1992). Kang (2015) cita três grandes diferenças entre o Banco Central Europeu e outros bancos centrais: i) seu mandato é exclusivamente em relação à estabilidade de preços – ao contrário, por exemplo, do FED e do Banco da Inglaterra, cujos objetivos são mais amplos e justificam um maior raio de ação da entidade, conforme mostra a tabela 2 abaixo; ii) o BCE é altamente independente institucional e politicamente; e iii) o Banco Central Europeu e os Bancos Centrais nacionais da Zona do Euro são estritamente proibidos de financiar qualquer autoridade pública dentro da União Europeia – ponto chamado de não monetização (*non-monetarization*, em inglês). Estas características únicas do BCE viriam a moldar a forma com que o mesmo respondeu à crise da Zona do Euro.

Neste sentido, para Arestis *et al* (2003) a Zona do Euro pode ser caracterizada como única no sentido de ter uma autoridade monetária de “alto nível”, o BCE, mas não apresentar nenhuma autoridade fiscal a mesma altura, deixando a política fiscal em nível nacional, embora esta seja regida pelo SGP. Os autores dizem que esse desenho estrutural ressalta a primazia da política monetária frente à política fiscal, e veem como potencialmente problemático o fato de não existir nenhum mecanismo de coordenação entre elas. Eles ressaltam que desta maneira o BCE se torna o protagonista efetivo da política macroeconômica da UME.

**Tabela 2** – Os mandatos do BCE, do FED e do Banco da Inglaterra

	<b>BCE</b>	<b>FED</b>	<b>Banco da Inglaterra</b>
<b>MANDATO</b>	Estabilidade de Preços	Estabilidade de Preços; Crescimento; Emprego	Estabilidade Monetária; Estabilidade Financeira
<b>INDEPENDÊNCIA</b>	Comitê Executivo nomeado pelos Ministros das Finanças da UE	Comitê nomeado pelo presidente e confirmado pelo Senado	Indicado pela Coroa
	Mandato de 8 anos	Mandato de 14 anos	Mandato de 5 anos
	Sem reeleição	Sem reeleição	É permitida 1 reeleição
	Proibição de financiar os Estados	Pode adquirir e manter títulos da dívida	Pode financiar o governo
	Independente desde a sua criação em 1998		Independente desde 1998

Adaptado de Richter e Wahl (2011) *apud* Kang (2015)

Em relação à evolução do BCE, Kang (2015) ressalta que o Banco Central herdou o legado do *Bundesbank* alemão, que desde sua criação fora sempre independente e avesso à inflação. Esta liderança do banco alemão se destacou já a partir do estabelecimento do mecanismo da cobra no túnel e do EMS (vide seção anterior), sistemas nos quais o marco alemão servia como âncora e que possibilitaram ao *Bundesbank* influenciar o ambiente europeu em relação ao controle inflacionário. O banco alemão teria, ainda, imposto diversas condições para que o Euro pudesse ser lançado no início dos anos 90, dentre as quais se destacam a estabilidade de preços como objetivo primário, a independência do Banco Central e a cláusula de não monetização, justamente os três principais pilares do BCE (KANG, 2015). Vale destacar que Arestis *et al* (2003) já levantavam a possibilidade de, apesar de independente, o BCE agir de forma tendenciosa, de acordo com os interesses dos países mais influentes. Segundo eles, esta cultura anti-inflacionária poderia ser prejudicial a alguns países, inibindo o crescimento da Zona do Euro como um todo.

Todavia, segundo Mongelli e Wyplosz (2008) deve-se ressaltar o sucesso do Banco Central no cumprimento daquilo que se dispôs a fazer: controlar a inflação. Esta, além de diminuir dentro dos países adotantes da moeda única, convergiu. Os autores, que escrevem no período pré-crise, destacam que este controle foi facilitado pela credibilidade que o BCE herdou do *Bundesbank* e pelo período da Grande Moderação – isto é, a ausência de grandes

choques externos – que caracterizou a economia mundial durante a primeira década de existência do Euro.<sup>20</sup>

Apesar de toda a complexidade envolvida na criação da União Monetária Europeia, considerada um “laboratório vivo” (MONGELLI, 2008), muitos autores, principalmente anteriormente ao período de instabilidade vivido no início desta década, consideravam a Zona do Euro um caso de sucesso (EICHENGREEN, 2004; MONGELLI; WYPLOSZ, 2008). Contudo, a partir da crise de 2008 e da consequente debilidade da situação econômica em grande parte dos países do bloco, a eficácia das políticas unificadas foi colocada em xeque, bem como a própria sustentabilidade da moeda única em mercados que se mostravam cada vez mais assimétricos. Na seção subsequente a UME será primeiramente analisada às sombras da Teoria das Áreas Monetárias Ótimas e, a seguir, em termos mais práticos, buscando identificar o que realmente se passou na primeira década de constituição da moeda única.

### 3.2 A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS E AS DISPARIDADES DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA

Conforme visto no primeiro capítulo deste trabalho, a TAMO é reconhecida pela sua normatividade, i.e não existe um teste que aponte se dada área é ou não ótima para a adoção do câmbio fixo entre as regiões. Entretanto, apesar da sua subjetividade, a teoria pelo menos fornece uma ideia do *trade-off* entre os custos e benefícios de uma união monetária (KRUGMAN, 2013). Com a concretização da ideia da criação da moeda única na Europa, a teoria retorna à pauta, paradoxalmente a partir da publicação do relatório “*One Market, One Money*” pela Comissão Europeia (1990) (MONGELLI, 2008). Segundo o autor, o relatório conclui que mesmo a maioria das propriedades ótimas apontadas pela TAMO não existindo – ou existindo em baixo nível – na Europa, os benefícios oriundos da unificação monetária fariam a adoção da moeda única valer a pena.<sup>21</sup>

Mongelli (2008) reforça, contudo, que sendo a UME um “laboratório vivo”, e sendo a TAMO a melhor teoria para embasar e justificar uma união monetária, os resultados apontados por ela não deveriam ser de todo ignorados. E segundo o autor o que um “cientista

---

<sup>20</sup> Além da ausência de choques externos, o período de 2003 a 2007 também foi caracterizado pela abundância de capitais externos às economias avançadas (BALDWIN *et al*, 2015).

<sup>21</sup> Os principais ganhos apontados por Comissão Europeia (1990) advinham da eliminação da variação da taxa de câmbio nominal, diminuição da incerteza e dos custos de transação, maior estabilidade de preços e baixa inflação.

da TAMO” teria encontrado em sua “pesquisa” seguramente não seria completamente positivo:

Ele poderia reportar aspectos encorajadores, como um alto grau de abertura econômica e diversificação da produção, taxas de inflação baixas e similares, e certa concordância sobre o sistema de governança europeu. Entretanto, teria também de reportar a existência de baixa mobilidade de mão de obra e a falta de flexibilidade de preços e salários. A integração financeira, apesar de baixa, apresentava tendências de crescimento (MONGELLI, 2008, p. 21, tradução livre da autora).

Neste mesmo sentido, Krugman (2013) ressalta que muitas das pedras (dificuldades) que viriam a ser enfrentadas pela Zona do Euro tinham sido anteriormente cantadas pela Teoria das Áreas Monetárias Ótimas. Entretanto, estas preocupações foram postas de lado, seja através da negação da teoria, seja através do discurso de que estes aspectos poderiam ser revertidos através de reformas estruturais e dos próprios efeitos endógenos da unificação monetária. Porém, a maioria destas reformas nunca saiu do papel, e as disparidades entre os países da Zona do Euro continuaram a existir durante a primeira década da moeda única. Gros (2012) aponta que as desigualdades já existentes entre os países foram inclusive reforçadas, na medida em que não se desenvolveram políticas comuns capazes de reduzir as desvantagens dos Estados mais fracos em relação aos mais fortes. Desta forma, criou-se uma assimetria estrutural no bloco, o que prejudicou o próprio processo de integração.

Conforme Feldstein (1997), os conflitos políticos e econômicos entre os países do bloco já estavam presentes antes mesmo da adoção do Euro. Os membros discordavam tanto em relação aos objetivos quanto aos métodos de política monetária a serem adotados. Com o aprofundamento da integração, surgem também conflitos relativos à divisão de poder, governança e políticas domésticas e internacionais. O autor destaca ainda a predominância da Alemanha dentro do bloco: além do Pacto de Estabilidade e Crescimento ter sido originado nas demandas alemãs, o Banco Central Europeu tem suas raízes no *Bundesbank* e segue o *modus operandis* do banco alemão (vide seção anterior). Conforme será visto no decorrer deste trabalho, as concepções alemãs também se destacam no que tange ao diagnóstico da crise da Zona do Euro e ao modo como esta foi combatida.

Além da predominância alemã, pode-se identificar a existência de dois sub-blocos de países dentro da UME: o primeiro formado pelos países do Norte – apelidado de *core*, e o outro que reúne os países do Sul do continente (incluindo a Irlanda), comumente chamado de *periferia* ou PIIGS – siglas iniciais de Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha (Spain, em inglês). Já em 1993, durante os primeiros passos em direção à unificação monetária, Bayoumi

e Eichengreen (1993) identificaram a presença de dois grupos diversos de países dentro da futura União Monetária Europeia. Segundo a classificação dos autores, o primeiro grupo, o *core*,<sup>22</sup> responde a choques de oferta e demanda de maneira similar à Alemanha, utilizada como referência para o estudo, enquanto os PIIGS demonstram baixa correlação com a mesma. Campos e Machiarelli (2018) reproduzem o mesmo estudo englobando também dados do período posterior à unificação monetária. Apesar do teste feito por Campos e Machiarelli (2018) confirmar que existe uma divisão entre *core* e *periferia* dentro da UME, os autores afirmam que esta já não seria tão evidente e marcada quanto apontavam os resultados de Bayoumi e Eichengreen (1993), indicando a possível existência de endogeneidade dentro da União Monetária.

Já Gros (2012) utiliza o comportamento da conta corrente da balança de pagamentos dos países como referência para a classificação destes entre *core* e *periferia*. O autor diz que apesar dos países nórdicos e sulistas já apresentarem desigualdades estruturais *a priori*, a União Monetária teria propiciado e impulsionado um enorme fluxo de capitais dos primeiros para os últimos, acentuando as assimetrias existentes dentro do bloco. Ainda segundo ele, esta teria sido a principal causa da crise da Zona do Euro. Como se pode observar no gráfico 1 abaixo, existe uma clara correlação entre os resultados em conta corrente dos países do Sul e do Norte – que poderíamos chamar de um comportamento tipo “espelho”. Além disto, o saldo da Zona do Euro como um todo permanece em torno de zero durante o período, indicando que os fluxos de capitais ocorriam entre os próprios Estados-Membros - com exceção dos anos em que a crise abala a Zona do Euro, durante os quais o bloco como um todo recebe significativa quantidade de investimentos. Por fim, é importante ressaltar que a Alemanha é de longe o país que mais exporta capitais, tendo um grande impacto sobre o resultado deficitário dos PIIGS. Após um breve declínio durante os anos mais críticos da crise, hoje o país apresenta um superávit de praticamente 300 bilhões de dólares, enquanto os outros Estados têm um saldo praticamente neutro.

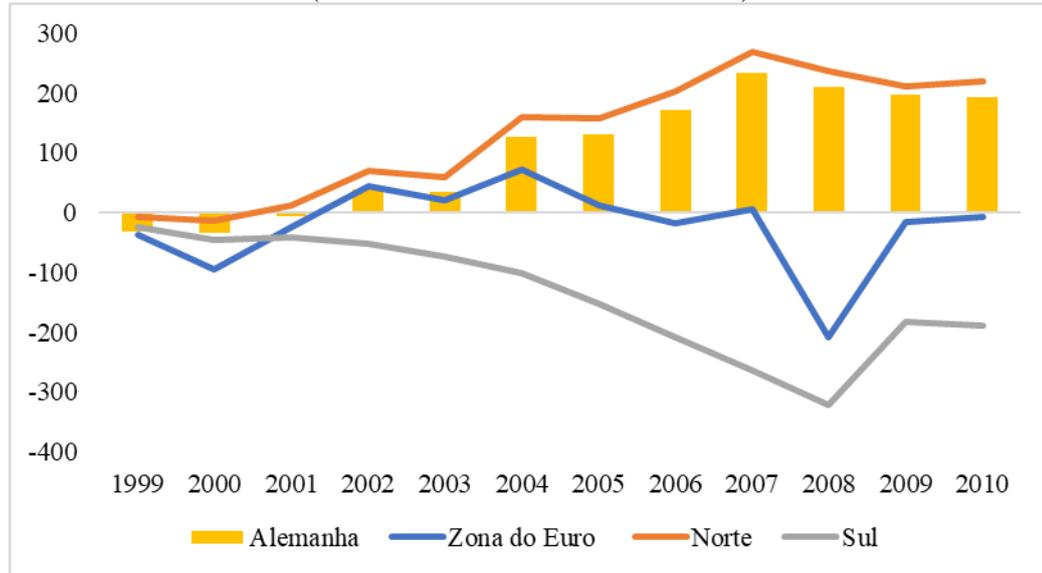
Vale ressaltar, contudo, que desequilíbrios em conta corrente nem sempre são vistos com maus olhos: estes podem ser um sinal de sucesso da união monetária, ajudando na realocação de capitais entre os países e na suavização dos ciclos econômicos nacionais (BLANCHARD; GIAVAZZI, 2002 *apud* LANE, 2012). Entretanto, estes desequilíbrios acabaram impulsionando outras assimetrias dentro da Zona do Euro. O recebimento de uma grande injeção de capitais, a convivência com uma taxa de juros mais baixa – possibilitada

---

<sup>22</sup> Bayoumi e Eichengreen (1993) identificam como *core* a Alemanha, França, Bélgica, Holanda e Dinamarca.

pela participação na União Monetária Europeia – e o maior acesso a crédito impulsionaram um *boom* econômico na *periferia* (LANE, 2012). Enquanto na Grécia e em Portugal a maioria deste crédito foi utilizada em consumo e gastos governamentais, na Irlanda e na Espanha deu início a uma bolha imobiliária.

**Gráfico 1** - Saldo em conta corrente em economias selecionadas, (1999 – 2010)  
(valores nominais em bilhões de dólares)

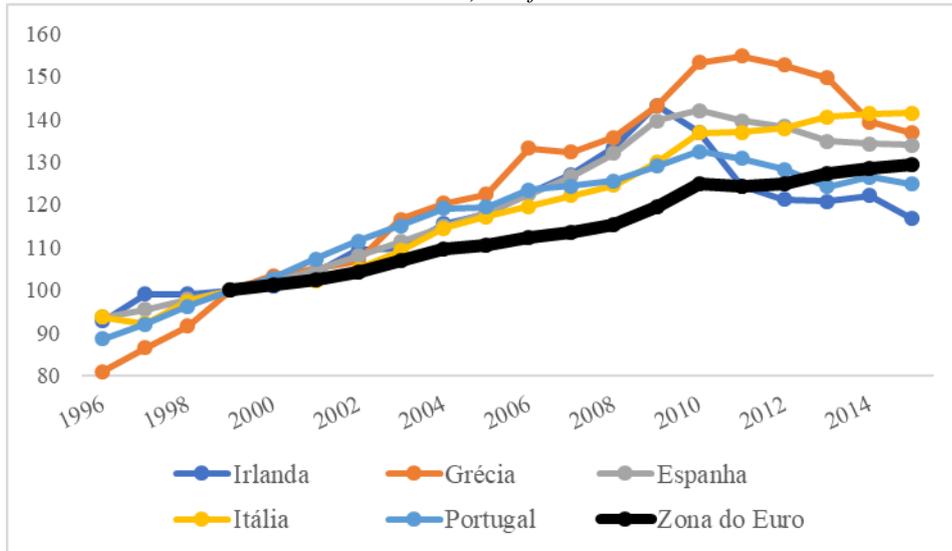


Fonte: FMI (2018)

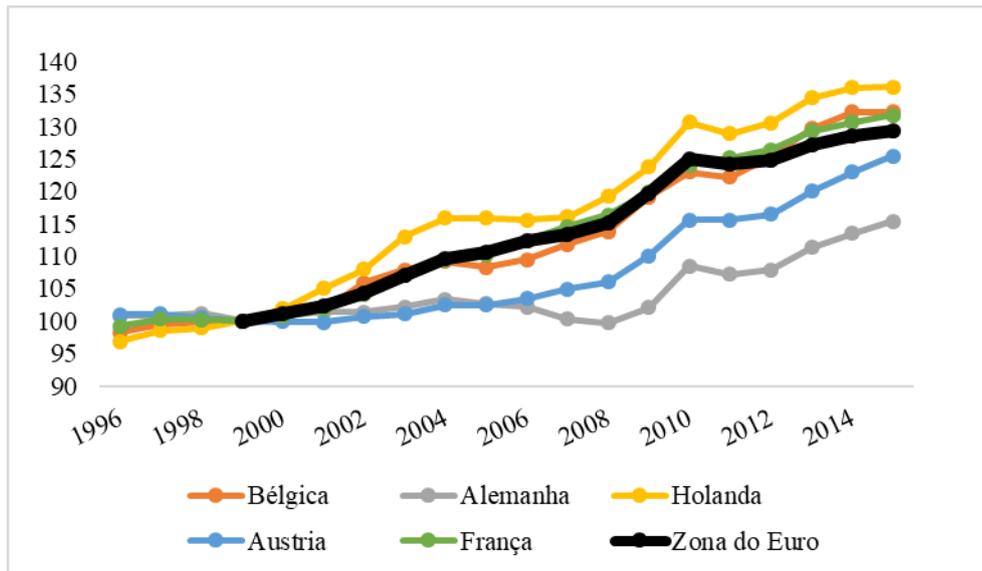
Nota: classificação entre Norte e Sul conforme Gros (2012)

Por fim, vale ainda destacar a perda de competitividade que os países da *periferia* apresentaram durante a primeira década da moeda única, também esta influenciada pelos fatores acima citados – desequilíbrios em conta corrente e diferencial de juros presentes na Zona do Euro. Os painéis i, ii e iii abaixo demonstram o comportamento do custo da mão de obra nos diferentes países da Zona do Euro desde a implementação da moeda única, sendo o valor de 1999 o valor base. Na primeira imagem podemos observar um significativo aumento do custo do trabalho nos PIIGS até o estourar da crise, e a partir desta uma significativa desvalorização interna – o “mal necessário”. Já no segundo painel, que apresenta a situação dos países do norte, nota-se que os valores continuaram próximos ao valor base no período. A exceção é a Alemanha, que mantendo o nível de salários estáveis e apresentando altíssimos ganhos de produtividade, foi se tornando cada vez mais competitiva. O último gráfico compara o comportamento dos PIIGS com o da Alemanha.

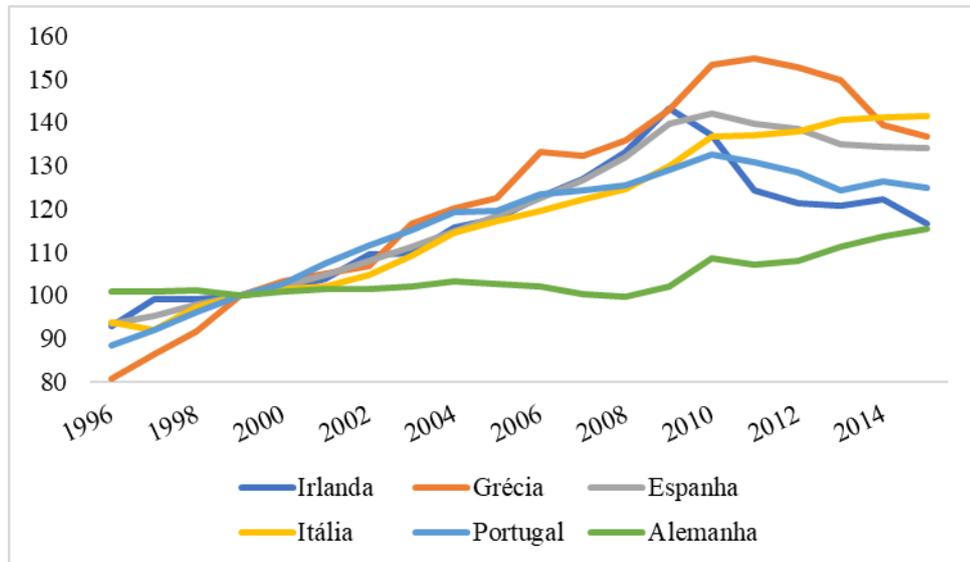
**Gráfico 2 -** Custo relativo da mão de obra (número índice, ano base = 1999) (1996 – 2015)  
 Painel i) *Periferia*



Painel ii) *Core*



Painel iii) PIIGS e Alemanha



### 3.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A União Monetária Europeia pode ser considerada o resultado de anos e anos de esforços e iniciativas em direção a uma maior integração entre os países do continente. A retomada das tratativas neste sentido foram impulsionadas pelo fim da II Guerra Mundial e a fixação cambial ditada pelo Sistema Bretton Woods. Organizações de cooperação, uniões de pagamento e comunidades comerciais caracterizam a época do pós-guerra. Passos mais marcantes foram dados a partir dos anos 1970, nomeadamente através da criação do *Werner Report* e do sistema da cobra no túnel. Enquanto o primeiro deixava as bases do caminho a ser tomado pela UME, o segundo caracteriza-se por ser uma tentativa fracassada de coordenação cambial entre os Estados da Comunidade Europeia. Apesar de nenhum dos dois ter sido bem-sucedido, se ressalta o cada vez mais evidente desejo de maior integração e cooperação entre os países.

Nasce, então, no fim dos anos 1970, o Sistema Monetário Europeu, e através dele a Unidade de Valor Europeia, predecessora do Euro. A cada vez maior coordenação cambial impulsionou a criação de um Mercado Único Europeu em 1986, e este, por sua vez, a tomada de passos sólidos em direção a uma União Econômica e Monetária, concretizados a partir do *Delors Report*. Afinal de contas, um mercado único não poderia ser de todo aproveitado sem o estabelecimento de uma moeda única (COMISSÃO EUROPEIA, 1990). Através do Tratado de Maastricht em 1992 foram delineadas as bases da União Europeia e da União Monetária

Europeia. Esta última viria ainda a ser moldada pela criação do SGP e do Banco Central Europeu, ambos de origem e influência alemã.

Como aponta Feldstein (1997), muitas vezes os interesses políticos se sobrepunham à “razão econômica” da integração europeia. Sabia-se, à época, que a União Monetária Europeia não atendia à maioria dos critérios levantados pela TAMO que, apesar de sua subjetividade e normatividade, fornecia bons *insights* sobre quais as características ideias para a adoção de uma moeda única por um conjunto de países. De qualquer maneira, seguiu-se com o plano da integração, ressaltando sempre os pontos positivos de uma unificação cambial – diminuição de incertezas e custos de transação, maior competitividade, entre outros.

Apesar de apresentar desequilíbrios internos desde sua criação, a UME foi considerada um exemplo de sucesso durante a primeira década do Euro, contando com a ajuda do bom período da economia internacional entre os anos de 1999 e 2007 (MONGELLI; WYPLOSZ, 2008). Este, por outro lado, acabou disfarçando as crescentes assimetrias presentes na Zona do Euro, principalmente no que tange aos resultados em conta corrente e à competitividade dos Estados-Membros. A política monetária única e a falta de coordenação fiscal do bloco inibiu a convergência de suas economias, distanciando cada vez mais a região de se tornar uma AMO. Porém, estas falhas estruturais vieram à tona somente com o estourar da crise financeira internacional, a qual viria a se transformar numa crise da dívida soberana da Zona do Euro, ameaçando até mesmo a sobrevivência da moeda única. É sobre esta que discorre o próximo capítulo.

## 4 UM ESTUDO SOBRE A CRISE DA ZONA DO EURO

*“The effort to bind states together may lead, instead, to a huge increase in frictions among them. If so, the event would meet the classical definition of tragedy: hubris (arrogance); ate (folly) nemesis (destruction)”* Martin Wolf, 1991

Como já visto, a construção da União Monetária Europeia se deu através da premissa de que equilíbrio macroeconômico era essencialmente uma questão de estabilidade de preços e responsabilidade fiscal – a primeira a cargo do BCE, e a segunda deixada a nível nacional, porém moldada através do SGP – e da ideia que uma moeda comum iria progressivamente sincronizar os ciclos de negócios dos membros, diminuindo as chances de ocorrência de grandes choques assimétricos (KUENZEL; RUSCHER, 2013). E, apesar das crescentes disparidades dentro da Zona do Euro, pode-se dizer que a primeira década de história da moeda única foi positiva (BALDWIN *et al*, 2015).

Porém, em 2008 o sistema financeiro estadunidense entrou em colapso, instaurando um ambiente de profundas incertezas nos Estados Unidos e desencadeando uma generalizada queda dos preços dos ativos financeiros e uma súbita escassez de liquidez no sistema bancário, fenômeno que logo adquiriu dimensões internacionais. Tendo em vista a profunda interdependência econômica entre os países, a crise logo chegou à Zona do Euro: esta foi atingida pela abrupta queda na quantidade de fluxos de capitais, o que veio a causar problemas para a União Monetária Europeia, resultando em uma severa crise do débito soberano europeu.

Conforme ressaltam Krugman (2013) e De Grauwe (2013), a dimensão financeira da estabilidade macroeconômica foi negligenciada, e o aprofundamento financeiro aumentou a fragilidade da Zona do Euro através de dois mecanismos: o poderoso *feedback* negativo da ligação entre bancos e dívida soberana, e a excessiva concentração de risco em alguns membros específicos.

Este capítulo discorrerá exatamente sobre esta crise, que abalou o Eurossistema na última década e exigiu respostas abruptas e severas por parte da UME. Na primeira seção será brevemente abordado o colapso financeiro americano, fazendo uma retrospectiva das possíveis causas deste, bem como de suas severas consequências. A seguir, a seção 4.2 reproduzirá o desenrolar do que inicialmente se caracterizava apenas como um colapso financeiro até a sua transformação em uma severa crise da dívida soberana da Zona do Euro. Serão também apresentadas diferentes interpretações sobre as causas desta, com base na

análise da situação do bloco antes de 2008. Por fim, serão ressaltados os mecanismos e dinâmicas presentes na União Monetária Europeia que acabaram fazendo com que os problemas enfrentados por ela se perpetuassem e se acentuassem, colocando em risco até mesmo a existência do bloco.

#### 4.1 O COLAPSO FINANCEIRO AMERICANO

O que iniciara como uma crise de um setor bancário dos Estados Unidos acabou se transformando em uma recessão de nível mundial (MISHKIN, 2011). Porém, com o benefício do conhecimento já acumulado é possível buscar explicações tanto para o colapso bancário, quanto para os mecanismos que fizeram com que este se transmitisse à economia estadunidense e, em seguida, se espalhasse no sistema financeiro internacional, fazendo desta a maior crise econômica da história moderna (BERNANKE, 2010).

Eichengreen (2010) afirma que as raízes desta se encontram “em casa”, referindo-se aos Estados Unidos. Ele ressalta que apesar de todas as dificuldades enfrentadas durante a Grande Depressão de 1929,<sup>23</sup> a partir da década de 1980 pode-se observar uma progressiva desregulamentação da economia norte-americana, com a ascensão do presidente Ronald Reagan e seus ideais liberais. Estes continuaram nas décadas de 1990 e nos anos 2000: além da criação de regras para derivativos financeiros ter sido negada, durante o governo George Bush cai a regulamentação Glass-Steagall, permitindo a fusão entre bancos comerciais e bancos de investimento ou outros serviços financeiros. Esta última além de aumentar a competitividade entre os bancos, fez crescer a alavancagem do sistema financeiro como um todo, e é citada por Eichengreen (2010) como um marco importante na explicação da crise. Ainda segundo o autor, vale também ressaltar o crescente estímulo do governo americano à aquisição do imóvel próprio, reforçando o ideal norte-americano de propriedade e fazendo com que os bancos tivessem incentivos a realizar empréstimos a pessoas de baixa renda que quisessem adquirir uma moradia.

Segundo Lewis (2010), este aumento no escopo de investidores se fazia presente desde a década de 1980, quando através da expansão do mercado financeiro e da sua maior segmentação este se tornou acessível também a pessoas com menor capacidade de crédito. Esta situação veio à tona de maneira ainda mais forte através dos títulos hipotecários, dado o crescimento do setor e os incentivos governamentais. Bernanke (2010) cita também a política

---

<sup>23</sup> Eichengreen (2010) ressalta que o período pós crise de 1929 foi caracterizado por uma crescente regulamentação e controle da economia.

monetária expansionista do governo norte-americano como possível incentivo para o *boom* do mercado imobiliário nos Estados Unidos. Ele diz que apesar dos preços dos imóveis estarem em expansão já durante a década de 1990, este chegou ao seu pico com a significativa diminuição dos juros realizada pelo FED no início dos anos 2000.<sup>24</sup> Eichengreen (2010) corrobora com esta ideia, e afirma também que esta diminuição nos juros acabou afastando os investidores dos títulos do governo, fazendo-os buscar opções mais rentáveis no mercado financeiro, e, conseqüentemente, aumentando o risco do setor como um todo.

Neste mesmo sentido, de acordo com Benmelech e Dlugosz (2009) se deve citar a gradual *securitização* da economia como fator chave no colapso bancário norte-americano. Esta pode ser resumida como a presença de diversos instrumentos financeiros que mesclam e transformam empréstimos, títulos hipotecários e outras variáveis de débito em *securities*. Os autores afirmam também que apesar deste tipo de ativo estar presente na economia estadunidense desde os anos 1970, a novidade dos anos 2000 foi a criação das *tranche securities* (“*securities* fatiadas”):

Estas são mais complexas. Após compartilhar uma série de ativos, o emissor cria diversos tipos de tranches – ou “fatias” – com diferentes tipos de garantias. (...) Alguns investidores terão prioridades sobre outros, e em caso de default as perdas serão absorvidas pela última classe de investidores (BENMELECH; DLUGOSZ, 2009, p. . 3, tradução livre da autora.)

Ou seja, apesar de permitir uma maior diversificação do sistema financeiro através da criação de novas opções de investimento, a presença cada vez maior deste tipo de ativo acabou aumentando a exposição dos investidores, dada dificuldade em identificar exatamente qual o risco apresentado por este ativo. No meio destes se encontravam também, evidentemente, títulos hipotecários. Concomitantemente, empresas financeiras começaram a atuar em um novo mercado: o crédito foi estendido a proprietários de imóveis com cada vez menos capacidade creditícia. A garantia destes empréstimos residia no próprio imóvel do devedor, de maneira que, em caso de não cumprimento da dívida, o hipotecário perdia sua casa. De acordo com Lewis (2010), os títulos hipotecários criados a partir desta lógica – os ditos *subprimes*<sup>25</sup> – aumentaram o risco do sistema financeiro, ao invés de trazer uma solução ao problema de falta de pagamentos, que era o que se propunham. Como ressalta Stiglitz

<sup>24</sup> Conforme dados do Banco Mundial (2018), a taxa de juros dos Estados Unidos caiu de 7,2% em 1998 para 1,5% em 2004.

<sup>25</sup> Em um sentido amplo, *subprime* é um crédito de risco, concedido a um tomador que não oferece garantias suficientes para se beneficiar da taxa de juros mais vantajosa. “*Mortgage subprimes*”, termo tanto ouvido pós 2008, faz justamente referência aos *subprimes* hipotecários, cuja garantia era a própria propriedade do tomador.

(2009), algumas hipotecas não requeriam pagamento inicial e nem mesmo documentação, enquanto os banqueiros, por sua vez, não se preocupavam com a qualidade dos seus empréstimos, pois os títulos eram vendidos a terceiros que não tinham conhecimento aprofundado das propriedades dos ativos em que estavam investindo.

Aliado a este cenário, Stiglitz (2009) caracteriza o sistema financeiro estadunidense no início dos anos 2000 como fraudulento. Primeiramente, o autor afirma que o sistema de compensação executiva baseado no desempenho da empresa ou de suas ações motivava os investidores a adotar um comportamento arriscado e a fazer uso de informações assimétricas. Em adição, ele diz que as firmas de contabilidade contratadas tinham incentivos a manipular os dados contábeis, que afetavam o próprio pagamento recebido pelos contadores. Isto mascarou o fato de que estas empresas, cujo portfólio era baseado em empréstimos *subprime*, não auferiam lucros reais, mas sim baseados em regras contábeis.

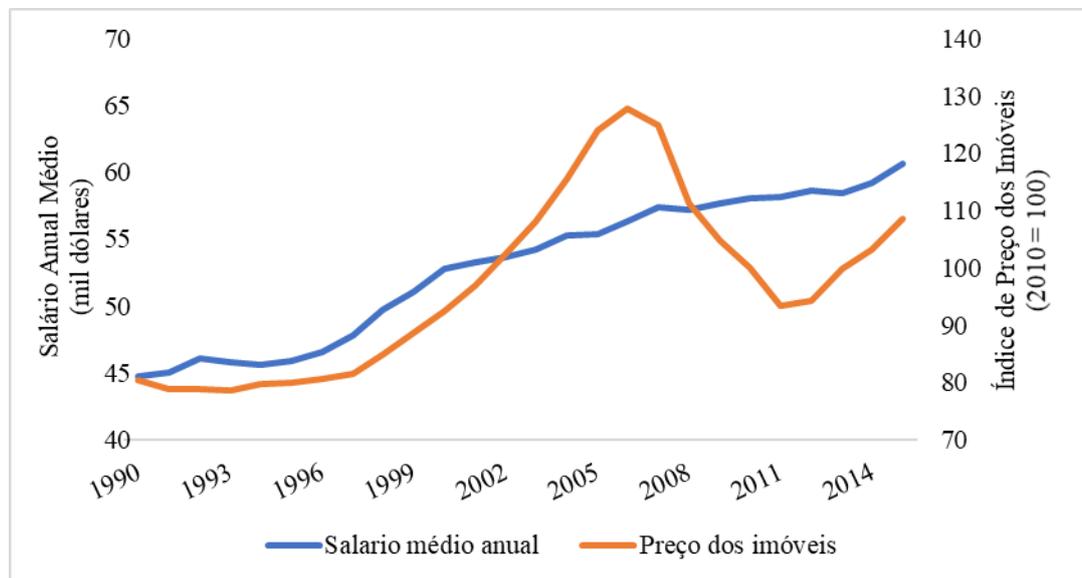
Por fim, “as empresas de *rating* – contratadas exatamente por aqueles que receberiam a sua nota – tinham naturalmente um incentivo para dar-lhes um bom *rate*” (STIGLITZ, 2009, p. 3, tradução livre da autora). Vale ressaltar que muitos autores apontam as agências de *rating* como um dos principais personagens da crise, que chega a ser chamada de “A Crise das Agências de *Rating*” ((BENMELECH; DLUGOSZ, 2009). Conforme estes autores, antes de 2008 mais da metade dos títulos financeiros estruturados eram avaliados pela Moody’s como pertencentes à categoria AAA, a mais segura de todas. Stiglitz (2009) reforça este argumento, ressaltando que além da existência de conflitos de interesses entre as empresas contratantes e as agências de *rating*, se tornou cada vez mais importante a obtenção de uma boa nota como maneira de se ter acesso a capital mais barato por parte do FED, o que acabou corrompendo o sistema.

Todos os fatores expostos acima – a gradativa desregulamentação do mercado financeiro; o aumento do escopo dos investidores; a política monetária expansionista e os incentivos à aquisição da moradia própria realizados por parte do governo; o comportamento fraudulento das agências de contabilidade e de *rating*; e a *securitização* do sistema financeiro acabaram gerando um ambiente de extremo otimismo na economia americana. Entretanto, segundo Stiglitz (2009), atrás das cenas existiam dois problemas: um altíssimo nível de endividamento geral e um esquema tipo “Ponzi”, isto é, uma política fraudulenta no mercado financeiro em que são vendidos ativos que prometem altas taxas de retorno e baixos riscos. Os primeiros investidores realmente recebem os retornos, devido aos recursos daqueles que estão entrando no esquema. Ou seja, enquanto existirem novos investidores, os altos retornos de

fato se verificarão. Contudo, uma vez que cessarem as novas entradas de investimentos, o sistema colapsa e os que ainda dele participam perdem seus capitais.

Isto significa que se os preços dos imóveis tivessem continuado a crescer, tudo estaria bem: aqueles que tinham pegado empréstimos além das suas condições de pagamento teriam conseguido quitá-los, e aqueles que emprestaram sem avaliar o risco teriam recebido seus altos retornos. Porém, conforme ressalta Stiglitz (2009), o limite deste sistema era óbvio: com os salários reais americanos em decréscimo, era improvável que os preços dos imóveis continuassem a subir. O gráfico 3 ilustra a situação descrita pelo autor.

**Gráfico 3** - Evolução dos salários e do preço dos imóveis nos Estados Unidos (1990 – 2015)



Fonte: OCDE (2018)

Lewis (2010) aponta que conforme a inadimplência começou a aumentar e os americanos foram despejados de suas casas, iniciou-se a perceber o risco existente nas hipotecas *subprime*. Isto deu início a um novo mercado: vieram à cena os *Credit Default Swaps* (CDS), uma espécie de seguro que cobre a falta de pagamento de algum recebível, o qual era utilizado para especulação contra os títulos *subprime*. Mishkin (2011) ressalta que esta primeira fase, a qual ele chama de crise dos *subprimes* hipotecários, se concentrou essencialmente no mercado de *securities* e durou de agosto de 2007 a setembro de 2008. O autor resume este período como uma corrida aos bancos em procura de liquidez, porém não ao sistema bancário normal, mas sim ao que ele chama de sistema bancário sombrio (“*shadow banking system*”). Este se caracteriza pelos empréstimos de curto prazo, que no caso norte-americano eram em sua maioria assegurados pelos preços das hipotecas. Com a queda do

preço destas, o sistema entrou em colapso. Em setembro de 2008, com a quebra do Lehman Brothers – que, como grande parte dos bancos de investimentos à época, possuía em seu balanço uma grande proporção de ativos de alto risco – e os acontecimentos subsequentes<sup>26</sup>, dá-se início à recessão que viria a atingir bruscamente a economia americana e mundial (MISHKIN, 2011).

#### 4.2 A CRISE NA ZONA DO EURO

Apesar das rápidas respostas por parte do governo americano, que através do uso de política monetária – convencional e não convencional – e política fiscal expansionista tentou combater a recessão no país<sup>27</sup>, em pouco tempo a crise atingiu a esfera mundial, dada grande interdependência da economia global no período recente e o próprio caráter internacional do sistema financeiro. Esta profunda globalização financeira estendeu os impactos da quebra da bolsa de Nova York para o resto do mundo, afetando fortemente o sistema financeiro europeu. Toussaint (2013) ressalta, entretanto, que não se pode encarar a crise como resultado exclusivo dos maus comportamentos norte-americanos. O autor diz que os bancos europeus, especialmente aqueles das economias mais fortes, estiveram na origem do contágio da crise, realizando muitos investimentos em produtos financeiros complexos, da mesma maneira que ocorria no sistema financeiro norte-americano.

Além das perdas incorridas por aqueles que investiam na economia americana, a Zona do Euro foi atingida por uma brusca queda de liquidez de capitais. Isto é, com a derrocada do sistema financeiro dos Estados Unidos instaurou-se um clima de desconfiança e incerteza nos mercados internacionais, fazendo com que os participantes tendessem a buscar maior segurança para seus investimentos. Tal movimento se expressa no comportamento dos agentes em meio a crises e situações de intensa instabilidade econômica, como já apontava Keynes (1936) e, sob a sua inspiração, Minsky (1986). Como resultado disso, Lane (2012) afirma que teve início um processo de repatriação de ativos e fundos, o que significa um retorno dos capitais e recursos investidos nos mercados internacionais aos seus países de origem, situação que trouxe problemas em especial para a Zona do Euro devido a estruturas e dinâmicas específicas presentes no bloco.

---

<sup>26</sup> O Lehman Brothers era o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos. Muitos autores definem a sua falência como ponto chave no desenrolar da crise americana. Além disto, Mishkin (2011) cita o colapso da seguradora AIG, a corrida ao fundo primário e a dificuldade do governo americano em aprovar o plano TARP como outros marcos importantes.

<sup>27</sup> Para mais detalhes sobre as respostas do governo norte-americano ver Mishkin (2011) e Stiglitz (2009).

Para o entendimento destas, e de como ocorreu a transmissão da crise aos diversos Estados-Membros, é importante que se tenha em mente duas concepções já destacadas previamente neste trabalho. Primeiramente, vale reiterar que a ideia da criação da União Monetária Europeia foi levada adiante embora a Europa não se caracterizasse como uma Área Monetária Ótima. Acreditava-se que a própria unificação monetária levaria a uma maior convergência e aproximação dos países. Segundo, ressalta-se a existência de dois grupos diversos de países dentro da UME, conforme exposto no capítulo anterior: o Norte (*core*) e o Sul (*periferia*). Apesar de existirem desde antes do estabelecimento da moeda única, a primeira década de Euro acabou aumentando a diferença entre os mesmos. A partir disto, será analisado o desenrolar da crise no continente europeu e as diferentes visões acerca das causas das tamanhas dificuldades enfrentadas pela Zona do Euro.

#### **4.2.1 A transmissão da crise**

Conforme ressalta Lane (2012), existem três fases que ligam o estabelecimento do Euro à crise da dívida soberana europeia: o próprio design da moeda única, que aumentou os riscos de alguns países específicos no período pré-crise; as falhas estruturais presentes na UME, que através de diversos canais aumentaram o impacto da crise no bloco; e as restrições impostas pela própria união monetária em relação às possíveis respostas desta à recessão econômica. O autor ressalta que, quando da eclosão da crise, a *periferia* vivenciava uma bolha creditícia, construída durante a primeira década da moeda única. Além de aumentar o acesso dos PIIGS ao mercado creditício, a participação na União Monetária Europeia forneceu-os acesso a crédito mais barato.

Isto se deu por dois motivos: a existência de uma taxa de juros única no âmbito da Zona do Euro, e o fato do mercado não enxergar mais com tanta clareza o risco-país de cada Estado-Membro – existia, agora, a União Monetária Europeia. Palley (2013) corrobora com esta ideia, dizendo que a crise foi o resultado da própria criação do Euro: através da reunificação alemã e da diminuição e convergência das taxas de juros, a moeda única teria propiciado uma bolha creditícia e de preço dos ativos durante sua primeira década de existência, originando uma prosperidade fictícia dentro do bloco.

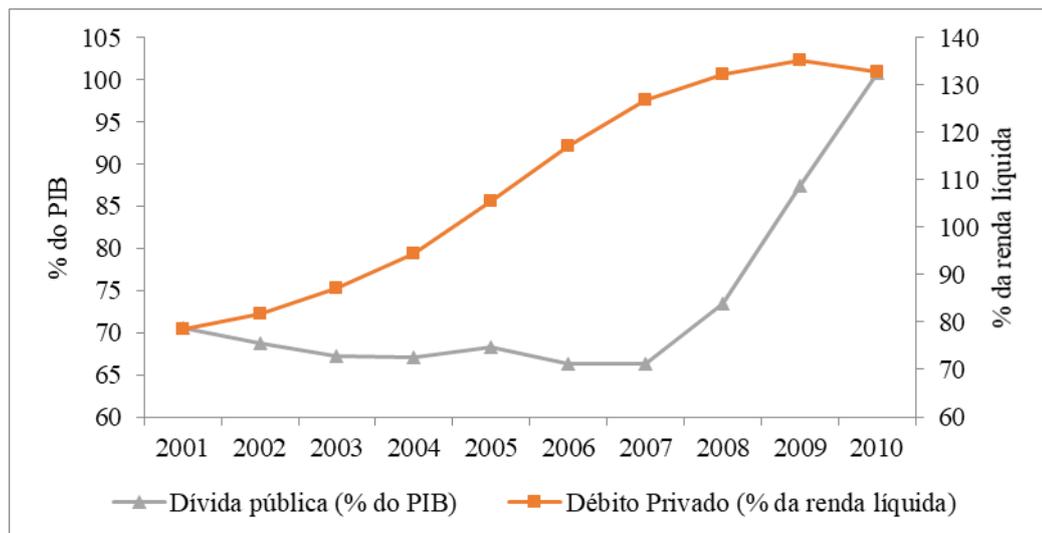
Segundo De Grauwe (2013), a abundância de crédito promovida pelo período da “Grande Moderação Europeia” teria resultado em um altíssimo endividamento privado. O autor explica que:

Quando os fluxos de capitais cessam como resultado da crise, um grande número de bancos, firmas e famílias se encontram sem condições de arcar com suas dívidas. (...) como resultado [da necessidade de desalavancagem], outros agentes também são forçados a diminuir seus preços e os ativos da economia em geral perdem valor. Esta entra, então, em uma espiral deflacionária (DE GRAUWE, 2013, p. 12, tradução livre da autora).

Além deste ambiente de rápida expansão creditícia, os países da *periferia* apresentavam grandes déficits externos. Conforme já exposto anteriormente, vale ressaltar que grande parte dos fluxos de capitais provinha dos países do Norte da ZE, com distinção especial para a Alemanha (GROS, 2012). Neste cenário, com o cessar dos financiamentos, o sistema bancário dos PIIGS começou a ter problemas de liquidez e necessitou de resgate estatal. A ajuda por parte do governo veio em forma de injeção de capital, a fim de lhes conferir liquidez e restaurar o funcionamento do sistema financeiro. Em conjunto com uma expansão fiscal, crucial para evitar a paralisação total da economia, os países acabaram contraindo subsequentes déficits fiscais, resultando no aumento da dívida pública dos mesmos (FEENSTRA; TAYLOR, 2011).

As situações expostas acima podem ser observadas no gráfico e tabela que se seguem. O gráfico 4 relaciona os endividamentos privado e público nos PIIGS: o primeiro deles apresenta um significativo aumento até 2008, enquanto o segundo permanece estável durante todo o período, iniciando uma tendência de subida apenas a partir deste mesmo ano.

**Gráfico 4** - Evolução da dívida pública e do débito privado nos PIIGS (2001 – 2010)



Fonte: Banco Mundial (2018) e OCDE (2018)

Nota: os valores representam a média da dívida pública e do débito privado nos PIIGS

A tabela 3, por sua vez, mostra os resultados fiscais dos governos dos PIIGS nos momentos pré e pós-crise – com destaque para a sequência de altos déficits iniciada em 2008.

**Tabela 3** – Resultados fiscais em economias selecionadas (% do PIB) (2006 – 2013)

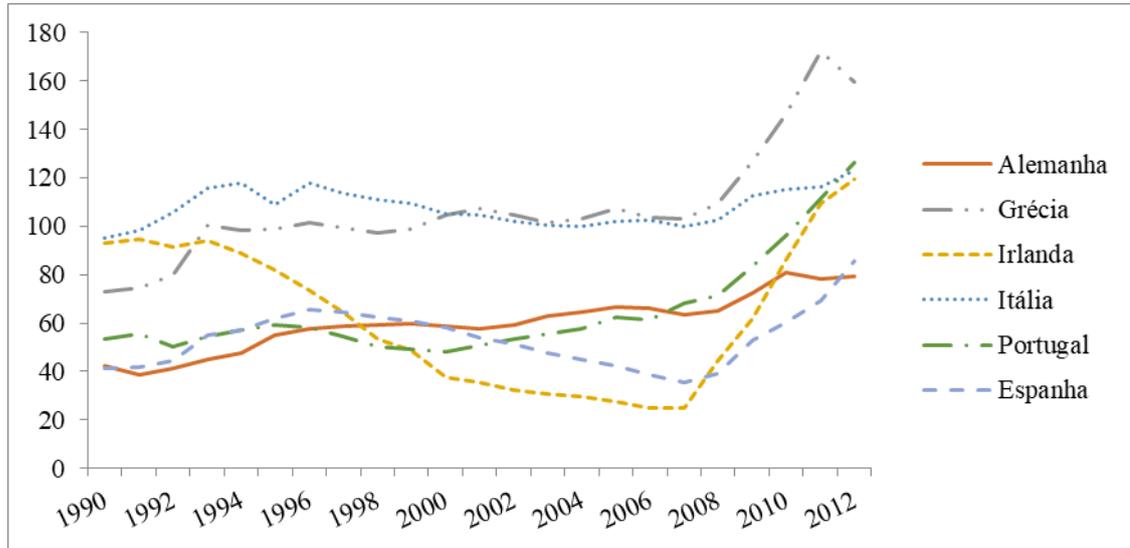
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
União Europeia	-1,6	-0,9	-2,5	-6,6	-6,4	-4,5	-4,3	-3,3
Zona do Euro	-1,5	-0,7	-2,2	-6,2	-6,2	-4,2	-3,7	-3
Espanha	2,2	1,9	-4,4	-11	-9,4	-9,6	-10,5	-7
Grécia	-5,9	-6,7	-10,2	-15,1	-11,2	-10,3	-8,9	-13,2
Irlanda	2,8	0,3	-7	-13,8	-32,1	-12,7	-8	-6,1
Itália	-3,5	-1,5	-2,6	-5,2	-4,2	-3,7	-2,9	-2,9
Portugal	-4,3	-3	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,7	-4,8
Média PIIGS	-1,74	-1,8	-5,6	-10,98	-13,62	-8,74	-7,2	-6,8

Fonte: Eurostat (2018)

Ou seja, conforme ressalta De Grauwe (2013), o aumento dos déficits públicos da *periferia* reflete a resposta por parte dos Estados na tentativa de salvar o setor privado. Além do aumento dos gastos, a diminuição da atividade econômica e a consequente menor arrecadação estatal também fazem com que estes números piorem. O autor afirma, contudo, que esta era a decisão correta a ser tomada, embora possivelmente tenha sido a grande causa do stress enfrentado pela Zona do Euro no desenrolar da crise.<sup>28</sup> Como aponta Lane (2012), inicialmente pouca era a atenção destinada ao débito público. A crise era vista como financeira, e a situação específica dos países estava em segundo plano – entendimento que se reflete nas primeiras medidas tomadas no combate a esta, conforme será visto no decorrer deste trabalho. Segundo ele, foi apenas a partir do final de 2009 que a crise na Europa entrou em uma nova fase, sendo encarada de fato como uma crise das contas públicas.

O gráfico 5 abaixo apresenta a evolução da relação dívida pública/PIB nos PIIGS e na Alemanha. Pode-se observar que até 2008 os dados dos países da *periferia* demonstravam uma tendência de queda, principalmente os de Espanha e Irlanda, que apresentavam números menores que os da própria Alemanha. Como consequência do estouro da crise bancária em 2008 e os crescentes déficits contraídos, o endividamento dos PIIGS passou a crescer de maneira explosiva, conforme exposto abaixo.

<sup>28</sup> Conforme será visto a seguir, muitas vezes a crise é interpretada como resultado da irresponsabilidade fiscal de alguns países.

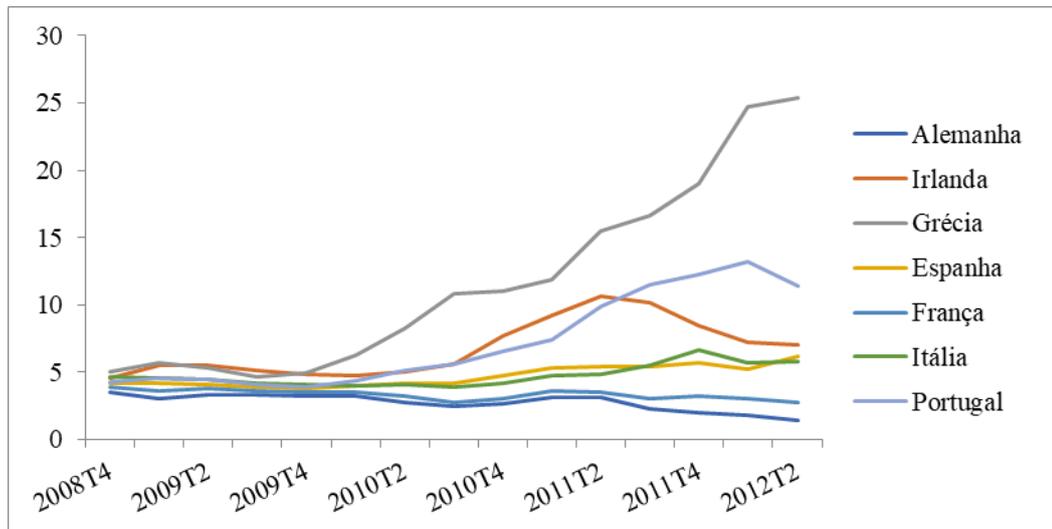
**Gráfico 5** - Evolução da dívida pública em países selecionados (% do PIB) (1990 – 2013)

Fonte: FMI (2018)

De acordo com Baldwin *et al* (2015), a crise entra em uma segunda fase quando em outubro de 2009 a Grécia anuncia a previsão de um enorme déficit fiscal para aquele mesmo ano – 12,7% do PIB, mais do que o dobro previsto de 6%.<sup>29</sup> A partir deste momento, em conjunto com a deterioração dos índices econômicos dos demais países da Zona do Euro e especialmente do Sul desta, começa a ser encarada com maior preocupação a situação soberana dos Estados-Membros. Refletindo este cenário de debilidade dos PIIGS e da maior tensão do mercado, os *ratings* atribuídos aos títulos da dívida soberana dos países em questão entram em declínio. As análises de Alsakka *et al.* (2014) mostram a clara correlação entre o rebaixamento das notas de cada um dos PIIGS pelas três agências de crédito levadas em consideração no seu estudo – S&P, Moody’s e Fitch – e o aumento do déficit fiscal destes países.

Esta última situação pode ser observada no gráfico 6, que mostra a precificação dos títulos de alguns países. Percebe-se que os mesmos passam a divergir de maneira mais acentuada apenas a partir do momento em que se acentua o colapso financeiro e de que o mercado passa a perceber que na verdade cada país continua responsável pelas suas próprias dívidas, não cabendo à União Monetária Europeia responder por estas.

<sup>29</sup> Os autores dizem que este fato também viria a ter grande influência na narrativa da crise, reforçando a visão da irresponsabilidade fiscal dos países como causa desta (BALDWIN *et al*, 2015).

**Gráfico 6** - Preço dos títulos públicos de países selecionados (% a.a) (2008 – 2012)

Fonte: Eurostat (2018)

Nota: títulos de 10 anos de maturação

Alasakka et al (2014) destacam uma “crise de confiança” dos mercados financeiros em relação aos PIIGS.<sup>30</sup> Eles citam caráter circular desta: o aumento do prêmio dos títulos dos países periféricos e a queda de seu ranking pelas agências de *rating*, ao mesmo tempo que foram gerados pela recessão, foram intensificadores desta.

A partir dos cenários expostos acima, pode-se observar que a crise soberana da *periferia* foi o resultado da interação de vários fatores. Citando como ponto de partida o colapso bancário norte-americano, que causou a queda de liquidez dos mercados internacionais como um todo, vê-se que a Zona do Euro não demorou a sentir os efeitos desta. O sistema bancário Europeu entrou em crise logo após a quebra da bolsa de Nova York, resultando no retorno de grande parte dos capitais externos ao seu país de origem. Nesta situação, os países periféricos – caracterizados pelos seus grandes déficits em conta corrente e pelo alto endividamento do setor privado – ficaram expostos à crise, sendo forçados a agir de maneira a salvar a sua economia. O objetivo da próxima subseção é entender a situação que levou os PIIGS a tamanha exposição, buscando-se averiguar por qual motivo a crise foi sentida de maneira mais intensa em tais países.

<sup>30</sup> Pagano (2010) também versa sobre a crise de confiança e a existência de “múltiplos equilíbrios”.

#### 4.2.2 O contexto pré-crise

Tendo em vista que a crise atingiu a Zona do Euro de maneira assimétrica, é importante compreender quais os motivos que trouxeram maiores problemas à *periferia* e, para tanto, deve-se entender o que se passava nesta região e no bloco econômico como um todo quando da eclosão da crise. Ainda, assim como na medicina, não se pode remediar o paciente sem saber quais são os seus sintomas e nem as suas causas (BALDWIN *et al*, 2015). Serão exploradas aqui as duas principais visões que embasam o estudo deste momento, as quais podemos chamar de visão germânica e visão institucional (WYPLOSZ, 2010). Será também destacado o papel da Alemanha e de sua política neomercantilista (TOUISSANT, 2013) neste período vivenciado pela União Monetária Europeia.<sup>31</sup>

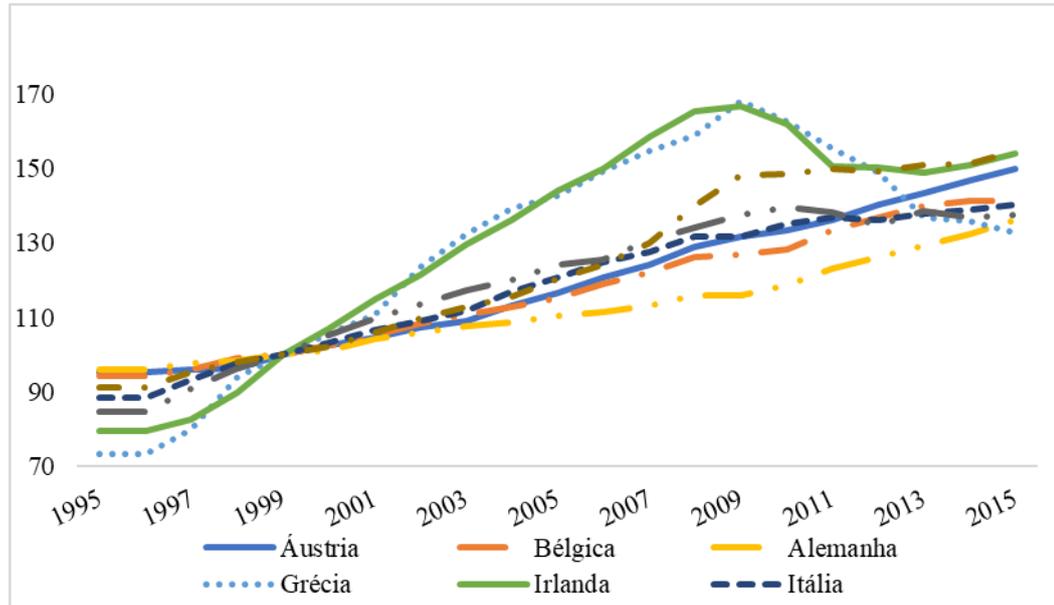
Conforme visto previamente neste trabalho, a criação da moeda única induziu a economia dos PIIGS à perda de competitividade através da grande quantidade de capital que fluiu do Norte da Zona do Euro à *periferia*, resultando em grandes déficits na conta corrente destes países durante o período. Alguns autores argumentam que para chegar à explicação do porquê o Sul da ZE foi atingido em maior magnitude pelo choque financeiro basta somar às características acima o alto endividamento público dos PIIGS: a crise tão somente teria refletido a irresponsabilidade fiscal destes países durante a primeira década do Euro.

Neste sentido, Thinmann (2011) ressalta que a responsabilidade pela perda de competitividade do Sul deve ser atribuída aos próprios países, tendo sido majoritariamente causada pelo insustentável aumento de salários que caracterizou a *periferia* na época pré-crise. O autor diz que apesar da produtividade ter crescido de forma díspar dentro da Zona do Euro, a maior divergência entre os países se deu em termos salariais: os PIIGS, iludidos pelo aumento da renda e do emprego e pela diminuição na taxa de juros decorrentes da unificação monetária, observaram um crescimento injustificado dos salários públicos e privados. Ele afirma ainda que a estas inconsistências microeconômicas deve ser adicionado o fato de os países periféricos não terem realizado as reformas estruturais que lhes eram necessárias como forma de aproximarem-se dos países do Norte, resultando em uma diferença de “competitividade estrutural”. O gráfico 7 abaixo ilustra a evolução dos salários nominais em países selecionados da UME.

---

<sup>31</sup> Pode-se associar as políticas alemãs à ideia de mercantilismo pela combinação de medidas de fomento à exportação e contenção de salários praticadas pelo país (WOLF, 2010).

**Gráfico 7** - Evolução dos salários nominais em países selecionados (número índice, ano base = 1999) (1995 – 2015)



Fonte: Eurostat (2018)

Feld *et al.* (2015) ressaltam que em uma união monetária não é apenas natural, mas também positivo, o fato de existir um fluxo de capitais dos países mais ricos àqueles menos desenvolvidos. Segundo eles, os fluxos de capitais intra-ZE não podem ser considerados os reais culpados pela crise, mas sim são os governos nacionais que devem ser colocados no centro das análises. Estes, através de uma fraca regulação e supervisão nacional, teriam permitido que os investimentos se transformassem em bolhas imobiliárias – no caso de Irlanda e Espanha – e em consumo – se referindo a Portugal e Grécia. Lane (2012), vendo os desequilíbrios em conta corrente criados durante a primeira década do Euro como a principal causa da crise, admite que algum grau de culpa pode ser atribuído aos governos. O autor ressalta que os governos dos PIIGS perderam a oportunidade de realizar uma contração fiscal em uma época de prosperidade, tendo destinado a maior parte da arrecadação governamental à expansão de gastos públicos, em vez de tê-la utilizado para melhorar a situação fiscal dos países. Se o Estado tivesse adotado um viés de longo prazo e atentado aos possíveis riscos que se apresentavam, teria realizado uma política contra cíclica e acumulado recursos no período pré-crise.

Por fim, alia-se ainda às características acima o alto nível de endividamento público apresentado por alguns países da *periferia* – em especial pela Grécia. Beker (2014) ressalta o descompasso apresentado pelo país em relação ao Euro, o qual fora paulatinamente acentuado a partir da unificação monetária. O autor diz que o país já apresentava uma razão dívida

pública/PIB mais elevada do que o permitido pelo SGP antes mesmo da entrada no bloco, porém com a perda de competitividade interna, a entrada de capitais estrangeiros e a valorização monetária proporcionada pelo Euro o país foi tornando-se cada vez mais deficitário e dependente do mercado externo. A mesma lógica pode ser aplicada a Portugal, que apesar de não apresentar uma dívida pública tão alta quanto aquela observada na Grécia no período pré-crise viu sua economia perder competitividade através do fictício aumento de riqueza causado pela queda da taxa de juros derivada da unificação monetária.

Entretanto, como pôde ser observado no gráfico 5 acima, desde a criação da moeda única Espanha e Irlanda vinham mostrando uma diminuição significativa no seu nível de endividamento público, sendo possível até mesmo dizer que apresentavam um maior grau de “responsabilidade fiscal” que a Alemanha (PALLEY, 2013). Ou seja, embora a visão germânica aponte que os PIIGS devam ser os principais responsabilizados pela situação crítica por eles vivenciada, pode-se notar que nem todos estes países apresentavam o mesmo padrão de comportamento no momento pré-crise. O nível de endividamento público deles, apontado por alguns autores como a principal causa da crise soberana, acentua-se no momento da eclosão da recessão, não devendo ser estudado como a raiz da mesma, mas sim como uma resposta a ela (DE GRAUWE, 2013).

Existem, em contrapartida, autores que acreditam que a própria estrutura e dinâmica existentes dentro da União Monetária Europeia acabaram por aumentar a suscetibilidade e exposição da Zona do Euro – e especialmente dos PIIGS – à crise. Nesse sentido, primeiramente reitera-se o fato do bloco não se caracterizar como uma AMO e de apresentar disparidades em termos de influência política e econômica entre os membros, como já exposto neste trabalho. Ainda, a estes pode-se agregar uma série de desconformidades internas que se formaram ao longo da existência da moeda única: desequilíbrios em relação ao resultado em conta corrente; na administração das finanças públicas; no que tange à competitividade de cada Estado-Membro; e até mesmo no que se refere aos preços das propriedades (BCE, 2012).

Lane (2012) cita que desde a concepção do Euro os países do Sul viveram uma grande expansão creditícia. A partir daquele momento, além de seus bancos terem acesso a crédito internacional na sua moeda – o Euro – houve um aumento na oferta de capitais e diminuição dos juros cobrados. O autor ressalta que este cenário poderia ser considerado positivo, entretanto devido à falta de uma união bancária e de maiores mecanismos de controle (deixados a nível nacional) este maior fluxo de capitais acabou sendo destinado a setores *non-tradable* – mercado imobiliário e consumo. Palley (2013) também aborda a conversão

nominal das taxas de juros, ressaltando que esta, além de não refletir as verdadeiras condições de mercado dos PIIGS, teria causado um impulso artificial na demanda destes países, a qual uma hora estaria fadada a estagnar. A tabela 4 abaixo reflete esta situação: pode-se observar que após a entrada na UME a taxa de juros média de longo-prazo dos PIIGS cai para menos de metade, passando de 8,5 em 1996 para 3,5 em 2005.

**Tabela 4** – Taxa de juros em países selecionados (% a.a) (1996 – 2005)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Alemanha	6,2	5,7	4,6	4,5	5,3	4,8	4,8	4,1	4	4,4
Espanha	8,7	6,4	4,8	4,7	5,5	5,1	5	4,1	4,1	3,4
Grécia	-	9,9	8,5	6,3	6,1	5,3	5,1	4,3	4,3	3,6
Irlanda	7,2	6,3	4,7	4,8	5,5	5	5	4,1	4,1	3,3
Itália	9,4	6,9	4,9	4,7	5,6	5,2	5	4,3	4,3	3,6
Portugal	8,6	6,4	4,9	4,8	5,6	5,2	5	4,2	4,1	3,4
Média PIIGS	8,5	7,2	5,6	5,1	5,7	5,2	5	4,2	4,2	3,5
PIIGS/ Alemanha	1,37	1,26	1,21	1,12	1,07	1,08	1,05	1,02	1,05	1,02

Fonte: Eurostat (2018)

Nota 1: Relação PIIGS / Alemanha expressa em número absoluto

Nota 2: Dados não disponíveis para Grécia em 1996

Entretanto, esta conversão da taxa de juros se deu apenas em termos nominais. Visto que a Zona do Euro foi constituída com consideráveis disparidades entre seus membros (ARESTIS *et al.*, 2003), alguns deles cresciam a ritmo mais acelerado que outros, apresentando naturalmente uma maior taxa de inflação que a média da Zona do Euro – situação conhecida como efeito Balassa-Samuelson.<sup>32</sup> Este cenário significa que países com inflação mais alta apresentam taxas de juros reais relativamente mais baixas, as quais por sua vez têm um impacto pró-cíclico, realimentando ainda mais esta relação.<sup>33</sup> Neste sentido, Gros (2012) fala que o *boom* vivenciado pela *periferia*, decorrente principalmente das taxas de juros reais mais baixas e dos altos fluxos de capitais recebidos teria causado a perda de competitividade destes países, especialmente através do aumento de salários injustificado. Porém, diferentemente de Thinmann (2011), o autor ressalta que esse crescimento substancial dos salários nos PIIGS teria sido causado pela própria estrutura da União Monetária Europeia, não podendo os do Sul países serem responsabilizados por isto.

<sup>32</sup> O efeito Balassa-Samuelson pregava que no processo de *catch-up*, países estruturalmente mais pobres, com preços e salários mais baixos, experimentariam maior crescimento econômico e do nível de preços, levando a uma maior inflação. (MONGELLI; WYPLOSZ, 2008).

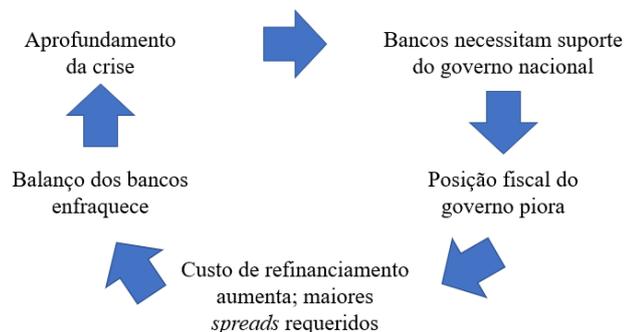
<sup>33</sup> Esta situação é conhecida como *Walter's Critique*. Sir Alan Walters, conselheiro de Margareth Thatcher, lutou firmemente contra a entrada da Inglaterra no sistema EMS argumentando que, em países estruturalmente tão diferentes, uma política monetária única teria efeito expansionista nos países menos desenvolvidos, resultando em uma taxa de juros real ainda menor nestes, levando ao desequilíbrio do sistema.

Krugman (2013) defende que o bloco econômico sofreu um choque assimétrico anterior mesmo à crise: o próprio movimento massivo de capitais do *core* em direção à *periferia*. Porém, este foi gradual e desapercibido, e não veio à tona até a queda da liquidez mundial em 2008, quando a fuga de capitais deixou a *periferia* com níveis de preços e salários desalinhados com aqueles do *core*. O autor comenta que pouca atenção foi dada à financeirização do bloco, e destaca a criação do que ele chamou de *doom loops* dentro da Zona do Euro:

Criou-se um mecanismo no qual o medo de que o Estado fosse à falência contaminou a confiança dos bancos privados, [cuja grande parte dos ativos é justamente débito público], forçando-os a contrair seu balanço e levando à diminuição ainda maior do valor dos títulos públicos (KRUGMAN, 2013, p. 445, tradução livre da autora)

Em consonância com esta ideia, De Grauwe (2013) também ressalta que a existência deste “*deadly embrace*”<sup>34</sup> (“abraço mortal”) entre Estado e bancos foi o que transformou o que inicialmente era uma crise bancária e do setor privado em uma crise da dívida soberana. Se deixassem os bancos quebrar, os governos também iriam à falência, visto que os primeiros detinham a quase totalidade da dívida pública do Estado. Por outro lado, especialmente nos PIIGS, o setor financeiro acabou crescendo de uma maneira insustentável, chegando a atingir 4 vezes o tamanho do balanço do governo.<sup>35</sup> Ao tentar salvar o setor bancário, os governos se endividavam cada vez mais, o que piorava o balanço dos próprios bancos. E assim este “mau equilíbrio” (PAGANO, 2010) ilustrado na figura 2 abaixo foi se perpetuando e acabou se transformando na maior turbulência já vivida pela União Monetária Europeia.

**Figura 2 - O “mau equilíbrio” enfrentado pela Zona do Euro**



Adaptado do site do Banco Central Europeu (2018)

<sup>34</sup> Termo cunhado pelo próprio autor.

<sup>35</sup> Caso da Irlanda, conforme dados do Eurostat (2018).

De Grauwe (2013) aponta ainda as duas principais falhas estruturais da UME que segundo ele teriam acarretado na crise da Zona do Euro: o fato do Banco Central Europeu não poder atuar como um Emprestador de Última Instância (*Lender of Last Resort – LOLR*) e o design da própria União Monetária ter retirado, através do SGP, o orçamento estatal como um mecanismo estabilizador. O autor afirma que em momentos de incerteza, quando todos procuram por segurança e a probabilidade de uma dinâmica deflacionária é grande, é necessário que exista um LOLR capaz de injetar liquidez à economia. Na Zona do Euro, os governos nacionais não são capazes de fazê-lo, e o BCE por sua vez é proibido de prover qualquer tipo de financiamento a entidades públicas. Por fim, reforçando os argumentos de De Grauwe (2013), Wolf (2013) ressalta que a perda da soberania nacional e a não existência de algum agente que possa assumir o papel de LOLR levaram os PIIGS ao *doom loop*. Para exemplificar a situação, ele compara as situações do Reino Unido e da Espanha, mostrando que apesar do nível de endividamento deles ser muito semelhante, o fato da Espanha não ser um Estado soberano, com moeda própria e Banco Central que pudesse assumir o papel de LOLR fez com que o mercado exigisse um maior retorno nos seus títulos públicos. O medo de *default* dos investidores se tornou uma profecia autorrealizável, que por fim empurrou o país para o “mau equilíbrio”.

Ainda, reforçando a ideia de que não se pode simplesmente responsabilizar a *periferia* pela crise vivida pela Zona do Euro, alguns autores argumentam que muitas das falhas presentes na UME acima apontadas foram exacerbadas pelas políticas adotadas pelos países do Norte, em especial pela Alemanha. Touissant (2013) aponta que os desequilíbrios internos que levaram à perda de competitividade dos PIIGS foram em grande parte originados pelas políticas neomercantilistas adotadas pela Alemanha e por outros países do *core*. Estes teriam incrementado suas exportações durante a primeira década da União Monetária através da redução de salários reais de seus próprios trabalhadores. Segundo o autor, a Alemanha teria sido ainda mais beneficiada dada desvalorização relativa do marco alemão durante o EMS, predecessor do Euro. Neste sentido, Wolf (2010) reitera que a Zona do Euro é sim positiva para os alemães, ao contrário do que alguns argumentam. Ele diz que sendo uma economia *export-led*, a criação da Zona do Euro foi fundamental para a Alemanha, fornecendo mercado consumidor para o país e garantindo uma taxa de câmbio competitiva.

Tal situação reforçou ainda mais os déficits externos do Sul da Zona do Euro, enquanto os países do Norte e nomeadamente a Alemanha acumulavam excedentes em suas balanças correntes. Vale lembrar que muitos desses recursos oriundos das exportações retornavam aos PIIGS em forma de empréstimos e investimentos. Afinal, como ressalta De

Grauwe (2013): “a verdade é que para cada devedor insensato deve haver um credor imprudente” (DE GRAUWE, 2013, p. 7, tradução livre da autora).

Por fim, tendo em vista as diversas visões e ideias acerca da crise da dívida soberana da Zona do Euro, ressalta-se a complexidade em apontar as causas e os culpados da mesma.

#### 4.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Buscou-se mostrar, neste capítulo, como a recessão que iniciou como um colapso de um setor bancário nos Estados Unidos veio a se transformar numa crise da dívida soberana da Zona do Euro. Deve-se ressaltar, entretanto, que embora o processo tenha se desencadeado a partir da quebra da bolsa de Nova York, a situação estrutural e conjuntural da Zona do Euro estava fadada à eventual recessão, tendo essa sido tão somente acelerada pelo choque de 2008 (PALLEY, 2013).

O colapso bancário americano pode ser resumido através de uma sequência de fatores: a crescente desregulamentação financeira, iniciada na década de 1980; os estímulos dados por parte do governo americano à compra do imóvel próprio, fazendo crescer o escopo de investidores e cair a qualidade dos empréstimos; a significativa *securitização* da economia, que aumentou a complexidade e o risco do sistema como um todo; e a fraudulência do sistema, nomeadamente das agências de contabilidade e de *rating*, que acabaram criando uma atmosfera de otimismo e euforia na economia estadunidense. Ou seja, associando-se todos estes fatores, chega-se a um sistema financeiro altamente alavancado, cuja participação fora estendida a pessoas com baixa capacidade creditícia e com ativos cuja mensuração de risco é difícil e complexa.

Tal situação passa a ser percebida apenas a partir das primeiras inadimplências – e conseqüente despejo dos moradores, visto que a hipoteca era a garantia de muitos dos ativos, levantando preocupação com relação à sustentabilidade do mercado financeiro americano. Inicia-se, então, os ataques especulativos ao sistema, seguidos da corrida ao setor bancário por liquidez. O resultado é o conhecido: a quebra de bancos, corretoras e seguradoras; a instauração da insegurança e da incerteza; e a conseqüente queda de liquidez do sistema financeiro internacional, a qual veio a ser sentida quase imediatamente na Zona do Euro.

Voltando-nos à União Monetária Europeia, é importante entender como a turbulência financeira se desenrolou em uma crise da dívida soberana. Com a diminuição da liquidez em nível mundial, deu-se início a um processo de repatriação de capitais em busca de maior segurança – de modo ainda mais forte na ZE, dada altíssima financeirização do bloco. A

maciça fuga de capitais em direção aos países do Norte acabou expondo falhas e problemas estruturais da UME, muitos dos quais acentuados a partir da própria unificação monetária. Os altos e recorrentes déficits em conta corrente, aliados ao aumento insustentável dos salários, haviam diminuído a competitividade dos PIIGS e instaurado uma bolha creditícia na *periferia*.

Em “maus lençóis”, foi necessária a ação dos governos do Sul da Zona do Euro a fim de garantir a não paralização da economia nacional e possibilitar a desalavancagem da esfera privada, altamente endividada à época. O resultado? O aumento dos déficits fiscais e do endividamento público. Se toda a crise tem uma “gota d’água”,<sup>36</sup> a da Zona do Euro foi a revelação do déficit público grego em outubro de 2009, a qual teria desencadeado a segunda fase da crise no bloco: a situação dos Estados-Membros foi posta em xeque (BALDWIN *et al*, 2015). A partir da deterioração dos indicadores fiscais dos países, começou-se a questionar a verdadeira capacidade destes em arcarem com seus compromissos. Levando em consideração a existência de um “*deadly embrace*” entre Estado e bancos, o agravamento da situação soberana levou à piora da conjuntura bancária e vice-versa, transformando a situação em uma bola de neve.

Algumas são as visões que tentam entender o que levou a tal evolução da crise. De um lado, aponta-se que houve certa irresponsabilidade por parte de alguns Estados-Membros, tanto no que tange à situação pública destes – endividamento público e déficits em conta corrente – quanto no que se refere ao âmbito privado, fazendo menção à falta de controle bancário e gerência dos níveis de endividamento e competitividade. Argumenta-se, ainda, que não foram realizadas as reformas estruturais necessárias em nível nacional para que estes países se aproximassem ao *core* do bloco.

De outro, é admitida a existência de falhas na própria concepção da moeda única e das instituições europeias. Partindo da não caracterização da Europa como uma AMO e da existência *a priori* de dois grupos de países distintos dentro do bloco – *core* e *periferia*, ressalta-se que a falta de coesão política e econômica no âmbito da União Monetária Europeia acabou aumentando as disparidades existentes dentro da Zona do Euro. As diferenças ideológicas e principalmente estruturais, as quais se pensava que seriam eliminadas quando da unificação monetária, acabaram criando um descompasso irreparável entre os diversos Estados-Membros. Por fim, deve-se frisar o papel dos países do Norte e principalmente da Alemanha neste cenário, que através de políticas neomercantilistas acabaram acumulando

---

<sup>36</sup> No caso americano, a quebra do Lehman Brothers pode ser considerada o fator desencadeante da recessão.

enormes excedentes em conta corrente e diminuindo a competitividade dos países do Sul da ZE.

Uma vez entendida como se iniciou e evoluiu a crise, bem como conhecidas as diferentes concepções sobre suas causas, passar-se-á ao estudo das respostas da União Monetária Europeia a maior crise de sua breve história.

## 5 UMA ANÁLISE DAS RESPOSTAS DA UME À CRISE

*Exchange rates were locked at the beginning of 1999, with the mark, the franc, and so on officially becoming just denominations of the euro. (...) and they all lived happily ever after, for values of “ever after” < eleven years Paul Krugman, 2013*

Conforme exposto nos capítulos anteriores, ao mesmo tempo em que as grandes disparidades existentes dentro da Europa fizeram com que a crise a atingisse de maneira assimétrica, o fato da UME não se caracterizar como uma Área Monetária Ótima acarretou em maiores dificuldades no ajuste do bloco à recessão. E embora algumas nações tenham ficado mais vulneráveis que outras, a crise demandou respostas da Zona do Euro como um todo, dada grande interdependência do bloco tanto em termos políticos quanto em termos econômicos.

Apesar de em um primeiro momento ter existido uma tentativa de combate por parte dos próprios Estados-Membros através do uso de política fiscal anticíclica, pode-se dizer que as respostas da UME se deram em grande parte a partir do uso de mecanismos de política monetária, principalmente pelo fato desta ter primazia sobre a política fiscal dentro da UME (ARESTIS *et al.*, 2003). Entretanto, devido à existência de instituições e dinâmicas específicas à Zona do Euro, deve-se destacar a particularidade na maneira e na velocidade com que esta reagiu à crise.

A partir da erupção da recessão, e com o seu desenrolar, mecanismos, projetos e instituições em nível pan-europeu foram sendo criados e reformados, principalmente a fim de combater falhas estruturais da ZE, expostas de maneira mais evidente com a crise. Vale ressaltar, porém, que muitas destas imperfeições vinham já sendo salientadas no período anterior ao choque, datando inclusive da época prévia à formação da União Monetária Europeia (FELDSTEIN, 1997; JONUNG; DREA, 2009; STIGLITZ, 2016). Contudo, a crença de que a combinação entre uma política monetária consciente e crível por parte do BCE, e uma política fiscal responsável dos Estados-Membros, lapidada pelo SGP, seria o suficiente para garantir a estabilidade e combater possíveis turbulências, acabou levando a UME a negligenciar as falhas apontadas (WOLF, 2013).

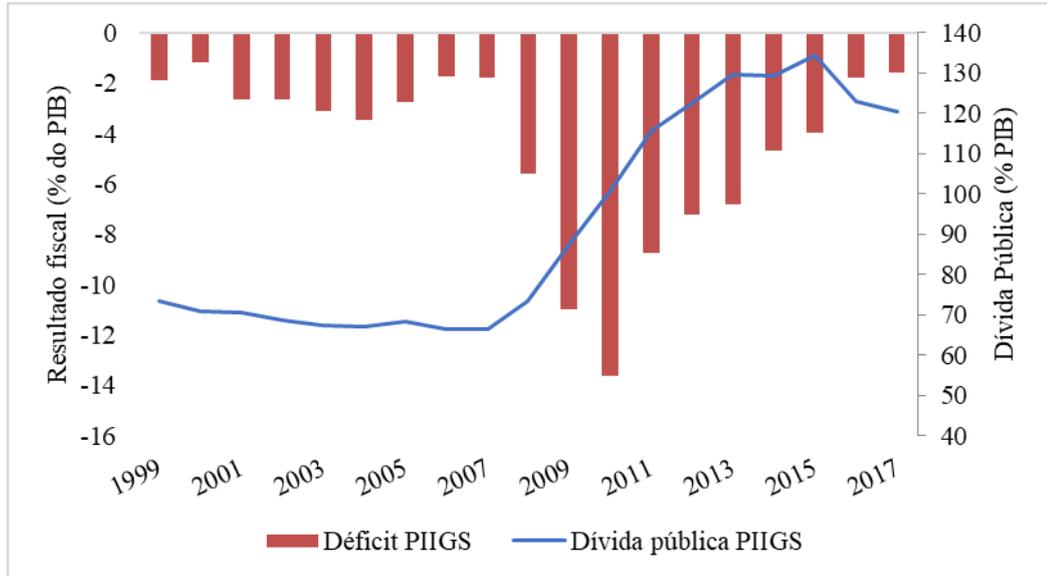
Neste sentido, este capítulo tratará especificamente sobre as medidas tomadas pela União Monetária Europeia no combate à crise que atingiu a Zona do Euro na última década. Para tanto, inspirado em Baldwin *et al* (2015), a partir da evolução dos *spreads* sobre os títulos públicos de países da Zona do Euro a seção 5.1 abordará o desenrolar da crise e as

concomitantes respostas a ela, objetivando traçar um paralelo entre ambas. Afinal, não se pode analisar de maneira isolada os eventos que seguiram o colapso americano sem levar em consideração os debates e ações que tomavam corpo no âmbito da UME à época.

A segunda seção colocará em xeque a eficácia das medidas tomadas pela Zona do Euro, buscando entender a racionalidade por trás destas e questionando até que ponto elas foram corretas e bem-sucedidas. Por fim, a seção seguinte exporá um debate bastante significativo e recorrente, atualmente na pauta de muitos estudiosos e *policymakers*: a possibilidade – ou necessidade – de reformas no âmbito da União Monetária Europeia, a fim de torná-la mais sustentável e simétrica. Afinal, deve-se agora transformar os corajosos passos tomados durante a crise em decisões legítimas de longo-prazo (KUENZEL; RUSCHER, 2013).

## 5.1 AS RESPOSTAS DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA

As respostas por parte da UME refletem a maneira com que a crise foi encarada. Nascida nos Estados Unidos em 2007 como um colapso do *Subprime* e transformada em uma recessão global a partir da quebra do Lehman Brothers, na Europa a crise foi em princípio diagnosticada como puramente financeira. Pode-se observar que as primeiras medidas paliativas foram tomadas por parte dos próprios Estados-Membros na tentativa de injetar liquidez ao sistema bancário nacional. Conforme De Grauwe (2013), estas ações em nível nacional se justificam e foram corretas, principalmente devido à existência de uma grande interdependência entre bancos e Estado, tornando impensável a opção dos Estados em deixar os primeiros quebrarem. Esta tentativa de fazer política fiscal anticíclica acabou resultando na piora dos indicadores dos países, como ilustra o gráfico 8 abaixo.

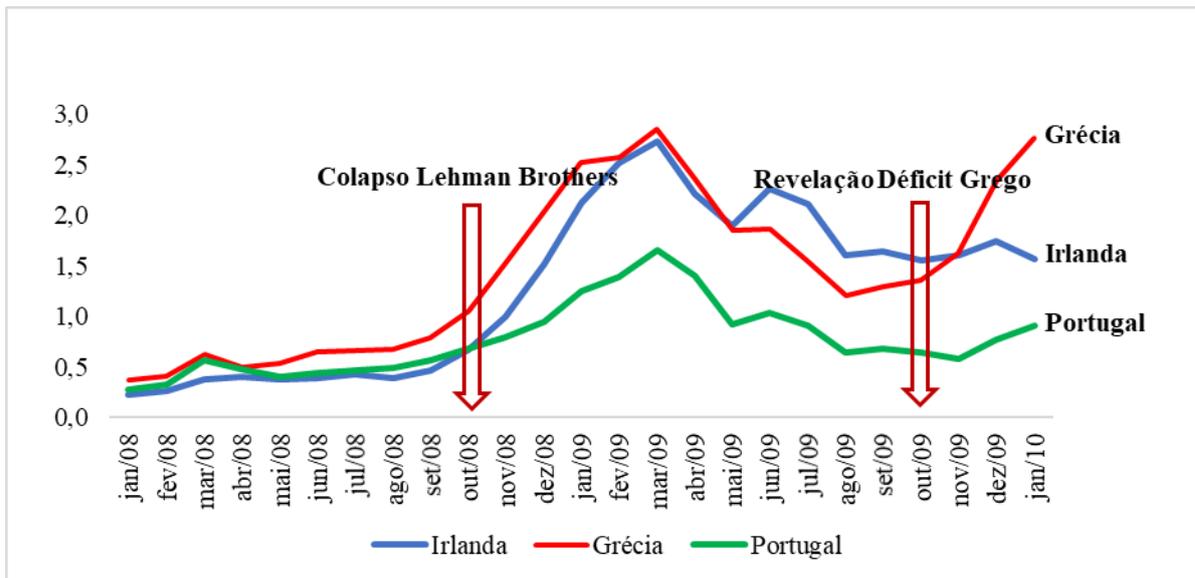
**Gráfico 8** - Evolução déficit e dívida pública nos PIIGS (% PIB) (1999 – 2017)

Fonte: Eurostat (2018)

Nota: valores referentes à média dos déficits e da dívida pública apresentada pelos PIIGS

Ao mesmo tempo em que os déficits fiscais aumentaram, os prêmios de risco cobrados pela compra dos títulos públicos dos PIIGS, que há anos convergiam com aqueles registrados pelo *core*, apresentaram um leve aumento no início de 2009 como resultado da turbulência financeira oriunda dos Estados Unidos e da consequente repatriação de capitais na Zona do Euro (BALDWIN *et al*, 2015). Entretanto, acreditando que a crise fosse passageira, esta tendência logo foi revertida, com os *spreads*<sup>37</sup> voltando a apresentar uma inclinação negativa. O que não se esperava, porém, era que em outubro de 2009 a Grécia revelasse uma previsão de déficit de mais do que o dobro do previsto (LANE, 2012). Este comportamento inicial dos *spreads* pode ser observado no gráfico 9. Foram selecionados os dados dos três países que viriam a necessitar programas de resgate, conforme se verá no decorrer deste capítulo.

<sup>37</sup> É importante ressaltar que neste trabalho a definição de *spread* utilizada será a diferença entre os juros dos títulos públicos de um dado país e os da Alemanha, em pontos percentuais.

**Gráfico 9** - Evolução dos *spreads* em países selecionados (% a.a.) (jan/2008 – jan/2010)

Fonte: Eurostat (2018)

Apresentando uma contração de 0,3% do PIB em 2009, em outubro deste mesmo ano o novo primeiro ministro grego admite que a situação é pior do que o imaginado e apresenta uma previsão de déficit fiscal de mais de 12% (WEARDEN, 2010). Tendo em vista a proibição de qualquer tipo de intervenção e financiamento por parte do Banco Central Europeu, seguem-se alguns meses nos quais a Grécia tentou a própria salvação através de medidas austeras e promessas de “colocar a casa em ordem”, visto que, a princípio, nenhum tipo de programa de resgate, ajuda ou financiamento estava ao alcance grego. Porém, pressionada pelo *deadly embrace* entre dívida pública e setor bancário, conforme iam aumentando as desconfianças em relação à capacidade de pagamento grega, maiores iam ficando os *spreads* cobrados pelo mercado, e assim sucessivamente (BALDWIN *et al*, 2015). Entre outubro de 2009 e maio de 2010, Fitch e Standard & Poors diminuem o *grade* do país, colocando ainda mais lenha na fogueira grega, cujo custo dos títulos públicos já havia aumentado em torno de 75%.<sup>38</sup>

Beirando a insolvência, em maio de 2010 o país entra em acordo com o Fundo Monetário Internacional, a Comissão Europeia e o Banco Central Europeu – a chamada Troika – a fim de estabelecer um pacote de resgate para o mesmo na quantia de 110 bilhões de euros. Outros países europeus – como Islândia e Hungria – já haviam recorrido ao FMI em busca de auxílio, porém se acreditava que os membros da Zona do Euro não necessitariam da

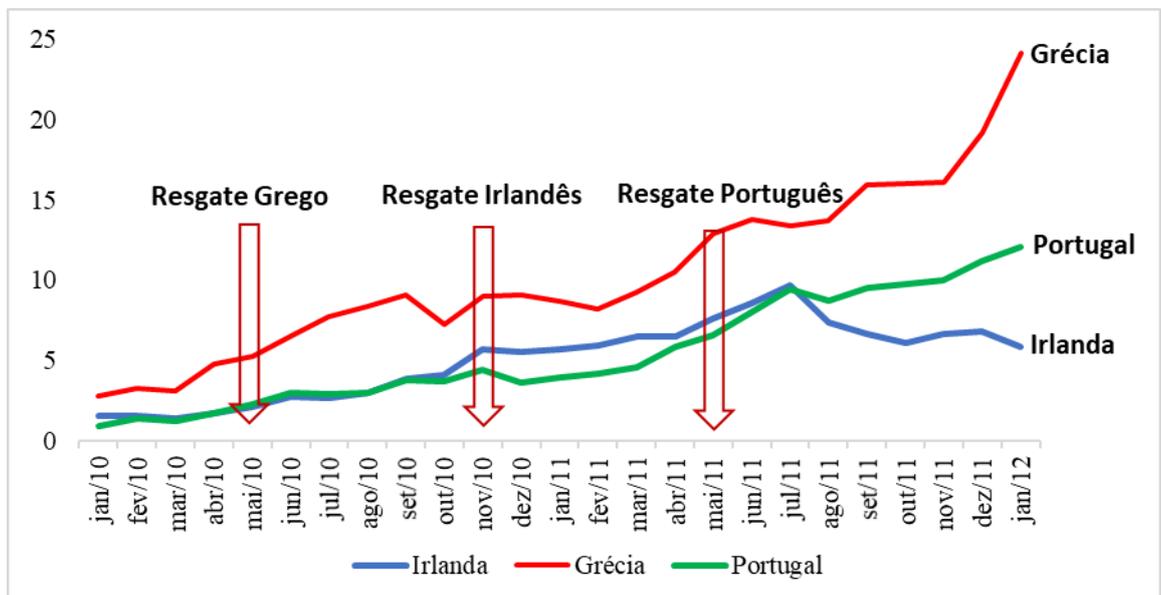
<sup>38</sup> Conforme dados do BCE (2018).

ajuda da instituição e que a União Monetária Europeia seria capaz de suprir o apoio suficiente para que estes restaurassem suas finanças e economia (BIRD, 2015).

As condições impostas pela Troika para a concessão do auxílio à Grécia se basearam na aplicação de um pacote de políticas de austeridade, da adoção de reformas estruturais visando uma retomada do crescimento e de uma recapitalização e desalavancagem do sistema bancário. Esta também foi a linha que norteou os planos de resgate concedidos a Irlanda e a Portugal. Itália e Espanha, embora não tenham recorrido à Troika, aplicaram medidas similares a partir de mudanças internas, diminuindo e realocando gastos, aumentando taxas e realizando diversas reformas estruturais (BIRD, 2015).

Entretanto, como ressaltam Baldwin *et al* (2015), o resgate grego veio tarde demais. Àquele ponto, a desconfiança do mercado era tamanha que além do preço dos títulos gregos continuar aumentando significativamente, se espalhou o receio de que outros países estivessem na mesma situação (gráfico 10).

**Gráfico 10** - Evolução dos spreads em países selecionados (% a.a) (jan/2008 – jan/2010)



Fonte: Eurostat (2018)

Com o agravamento da crise, o Banco Central Europeu foi se tornando mais ativo – de maneira similar ao FED, a primeira medida foi o corte imediato dos juros.<sup>39</sup> Concomitantemente à divulgação do pacote de resgate Grego, o BCE anunciou seu primeiro

<sup>39</sup> A taxa de juros cobrada pelo BCE e pelo FED foi reduzida em mais de 90% logo após o choque financeiro:  
 FED: dez/2007: 4,24% a.a.; dez/2008: 0,16% a.a.;  
 BCE: ago/2008: 4,3% a.a.; ago/2009: 0,35% a.a.

programa visando a Zona do Euro como um todo: o *Securities Market Program* (SMP), lançado em maio de 2010, autorizava a compra de débito público e privado por parte do próprio BCE e dos Bancos Centrais Nacionais (o Eurossistema), a fim de garantir a liquidez necessária e restaurar o funcionamento correto de transmissão de política monetária dentro da UME (KANG, 2015). Vale ressaltar que estas compras poderiam totalizar no máximo 3 bilhões de euros; só poderiam ocorrer no mercado secundário (evitando, assim, o financiamento direto por parte dos Bancos); e que a liquidez final da Zona do Euro não sofreria alterações pois o programa seria acompanhado de um processo de esterilização.<sup>40</sup>

Ainda nesta mesma época foi acordada a criação da Facilidade Europeia de Estabilidade Financeira (*European Financial Stability Facility* – EFSF), programa financiado pelos próprios Estados-Membros cujo objetivo era salvaguardar a estabilidade financeira da Europa provendo assistência aos países da Zona do Euro. O mecanismo foi criado em caráter excepcional como resposta à evolução da crise soberana e seria o responsável pela gestão dos capitais destinados ao auxílio dos países em apuros. Em paralelo, foi estabelecido o Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira (*European Financial Stability Mechanism* – EFSM), que, seguindo a mesma lógica, poderia levantar fundos em nome da Comissão Europeia. Ambos foram substituídos em 2013 pelo Mecanismo Europeu de Estabilidade (*European Stability Mechanism* – ESM), que se encontra em vigor até hoje.

Estas ações, entretanto, não foram suficientes para evitar o contágio da ruína grega aos outros países da *periferia*. Este foi o início da queda súbita de liquidez que marcou os países do Sul da ZE, principalmente pelo fato destes apresentarem uma grande dependência de capitais estrangeiros (GROS, 2012). Enquanto os *spreads* sobre os títulos gregos praticamente dobraram de preço em seis meses – de abril a outubro de 2010, os de Irlanda e Portugal também apresentaram um preocupante aumento. Desde o meio do ano, o mercado questionava a solvência do Governo Irlandês, essencialmente em razão do enfraquecimento bancário do país e dos problemas fiscais desencadeados por este (LANE, 2012). A bolha imobiliária que o país enfrentava quando da eclosão da crise, bem como a altíssima alavancagem dos bancos irlandeses – que, assim como o Estado, estão sujeitos ao *abraço mortal* – desencadearam as dificuldades enfrentadas pela Irlanda. Apesar de apresentar o menor nível de dívida pública da Zona do Euro em 2008, foi necessária a adoção de medidas por parte do governo irlandês para evitar a quebra do sistema privado do país, fazendo o débito público do país quase triplicar em 3 anos (BALDWIN *et al*, 2015).<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Isto significa que no final das contas a base monetária da Zona do Euro não seria alterada.

<sup>41</sup> Segundo dados do FMI (2018).

Neste cenário, a Irlanda foi atacada por uma onda de especulação que, aliada à fragilidade do seu sistema bancário, tornou necessário que o país recorresse à Troika, acordando formalmente em um plano de ajuste em novembro de 2010.<sup>42</sup> Este contava com um aporte financeiro no valor de 85 bilhões de euros e seguia as diretrizes do próprio Plano de Recuperação previamente elaborado pelo país, cujos objetivos principais eram o fortalecimento e reestruturação do setor bancário, a correção do déficit público, a restauração do equilíbrio fiscal e o aumento da competitividade do país (UNIÃO EUROPEIA, 2011a). Além destes, uma forte consolidação fiscal entraria em vigência, através da redução dos salários do funcionalismo público e de cortes no sistema de pensões e nos gastos com bem-estar social. Há quem diga que o resgate irlandês foi o mais bem-sucedido.<sup>43</sup>

Também em novembro de 2010 foi estabelecido o Semestre Europeu, que através de diversos encontros anuais entre os representantes nacionais e as instituições europeias busca maior coordenação de política econômica entre os Estados-Membros, além de garantir maior controle das finanças públicas e dos desequilíbrios macroeconômicos no âmbito da União Europeia. Ademais de ser um dos primeiros mecanismos criados como resposta à crise na Europa, foi um dos mais virtuosos, e vigora até hoje (COMISSÃO EUROPEIA, 2018a).

Cerca de seis meses depois, Portugal foi quem teve de se submeter às intervenções da Troika. Apesar do país, assim como a Irlanda, ter tentado lidar com a crise de maneira interna através do Programa de Estabilidade e Crescimento criado pelo próprio governo português no início de 2010, os *spreads* sobre os títulos portugueses continuavam a subir conforme o mercado via a dificuldade enfrentada pela Zona do Euro em combater a crise (BALDWIN *et al*, 2015). A rejeição de uma emenda do Programa português ainda no mesmo ano, que levou à renúncia do seu primeiro-ministro, fez com que o país acabasse recorrendo ao auxílio externo, acordando em maio de 2011 um plano de resgate. O Pacote ia de acordo com as bases daqueles aplicados previamente na Grécia e na Irlanda, bem como dava continuidade ao Pacto de Estabilidade e Crescimento português. As principais metas eram a restauração da confiança dos mercados e a retomada do crescimento e da estabilidade financeira (UNIÃO EUROPEIA, 2011b).

A “parada súbita” de crédito ao Sul da ZE, causadora de grande parte das dificuldades enfrentadas pela *periferia*, pode ser verificada no gráfico 11 abaixo. Antes grandes recebedores de investimentos, os PIIGS vivenciaram uma brusca reversão dos fluxos de

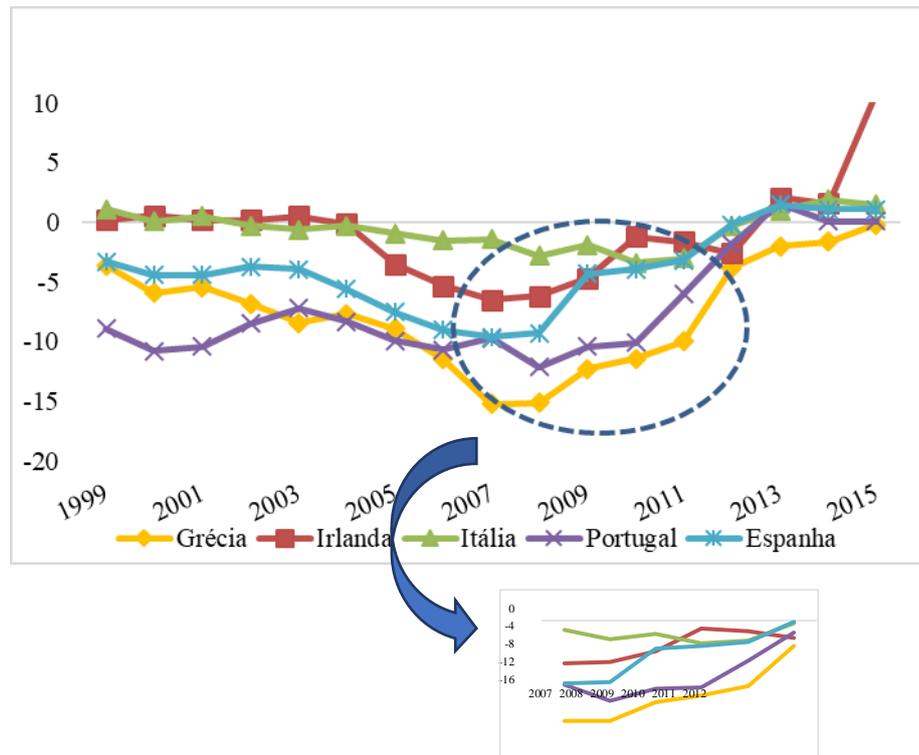
---

<sup>42</sup> No início de 2010 a Irlanda tentou lidar com as turbulências de maneira autônoma através de um Plano Nacional de Recuperação, porém este não foi suficiente para recuperar a confiança do mercado.

<sup>43</sup> Enquanto alguns autores entendem que o resgate “deu certo”, outros afirmam que o êxito irlandês não deriva de maneira alguma do pacote imposto pela Troika. Veja FMI (2015).

capitais: enquanto em 2008 os países somavam um déficit total de mais de 320 bilhões de euros, em 2013 o resultado dos mesmos cinco países somados era positivo, de 45 bilhões de euros (FMI, 2018). Pouco tempo após a intervenção da Troika em Portugal, ainda no segundo semestre de 2011, foi lançada a segunda rodada do *Securities Market Program*, tendo em vista a pressão sobre os *spreads* de Espanha e Itália. Esta segunda leva de compras fez com que o balanço do Banco Central Europeu atingisse o nível mais alto de sua história à época (KANG, 2015). Com o propósito de acalmar a instabilidade bancária e assegurar o funcionamento próprio dos canais de transmissão de política monetária, em dezembro de 2011 o BCE lançou a operação chamada *Long-Term Refinancing Operation* (LTRO), cujo objetivo era prover liquidez de curto prazo aos bancos, a fim de garantir que estes mantivessem a sua operacionalidade mesmo em cenário tão turbulento. Estas operações tinham maturidade de 3 anos e, segundo Kang (2015), pode-se dizer que a partir deste momento se percebeu que o BCE tenderia a agir como um LOLR, embora esta função não esteja em seu escopo.

**Gráfico 11** - Resultado em conta corrente dos PIIGS (% do PIB) (1999 – 2015)



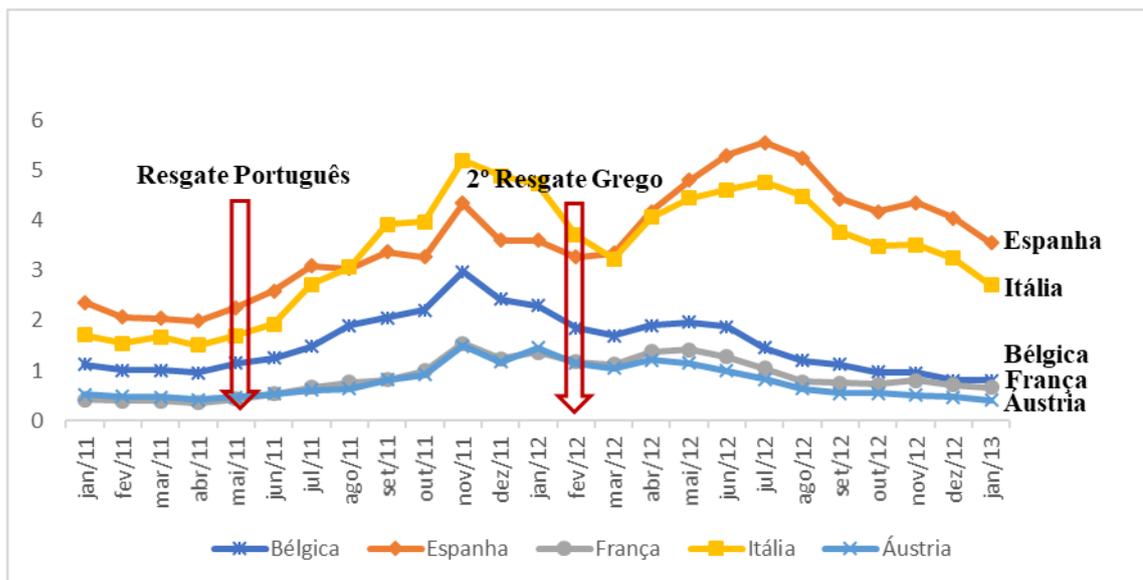
Fonte: FMI (2018)

Ainda neste mesmo período – último semestre de 2011 – foi aprovado o *Six-Pack*, um dos mecanismos criados pela Comissão Europeia com o objetivo de reforçar a governança na

Zona do Euro. Em conjunto com o *Two-Pack*, que viria a ser aprovado em fevereiro de 2013, o mecanismo reforça as regras do SGP, estabelece um maior controle dos desequilíbrios macroeconômicos existentes na UME e garante maior coordenação da política fiscal dos Estados-Membros (COMISSÃO EUROPEIA, 2018b). Estes mecanismos criados e medidas tomadas no âmbito fiscal revelam muito sobre como União Monetária Europeia interpretou a crise: esta teria se originado, principalmente, da irresponsabilidade fiscal de certos países (PALLEY, 2013; DE GRAUWE, 2013).

Conforme Baldwin *et al* (2015), a crise entra numa segunda fase quando os investidores percebem a real possibilidade de que existisse um corte no valor de face dos títulos gregos, fazendo com que o setor privado arcasse com uma parte do ônus da crise. Enquanto os três primeiros países a sofrer – Grécia, Irlanda e Portugal – representavam uma parte insignificante do PIB e do débito total da Zona do Euro, agora são os *spreads* sobre os títulos de Bélgica, Espanha e Itália que começam a aumentar. A última, pelo tamanho da sua economia, representava uma ameaça mortal à UME. O gráfico 12 apresenta o cenário descrito acima: a crise atinge o *core*. Após a nacionalização de um banco franco-belga pela Bélgica, o mercado passa a temer que o país tenha o mesmo fim que a Irlanda ao tentar salvar o setor bancário, e começa a precificar os títulos belgas. O mesmo acontece com França e Áustria, ainda que em menor grau.

**Gráfico 12** - Evolução dos *spreads* em países selecionados (% a.a) (jan/2011 – jan/2013)



Fonte: Eurostat (2018)

Em fevereiro de 2012, apesar da aplicação das medidas definidas pela Troika para o governo grego, no momento de expiração do plano de resgate a Grécia ainda não era capaz de se desvencilhar da assistência financeira externa, sendo o único país resgatado que teve de recorrer à negociação de um novo ajuste. Em junho do mesmo ano, o Chipre – cujo sistema bancário era muito interligado ao grego – necessitou recorrer à ajuda externa, concedida apenas em março de 2013. A Grécia, em 2015, ainda viria a se submeter a um terceiro plano de resgate, que teve duração até agosto deste ano.

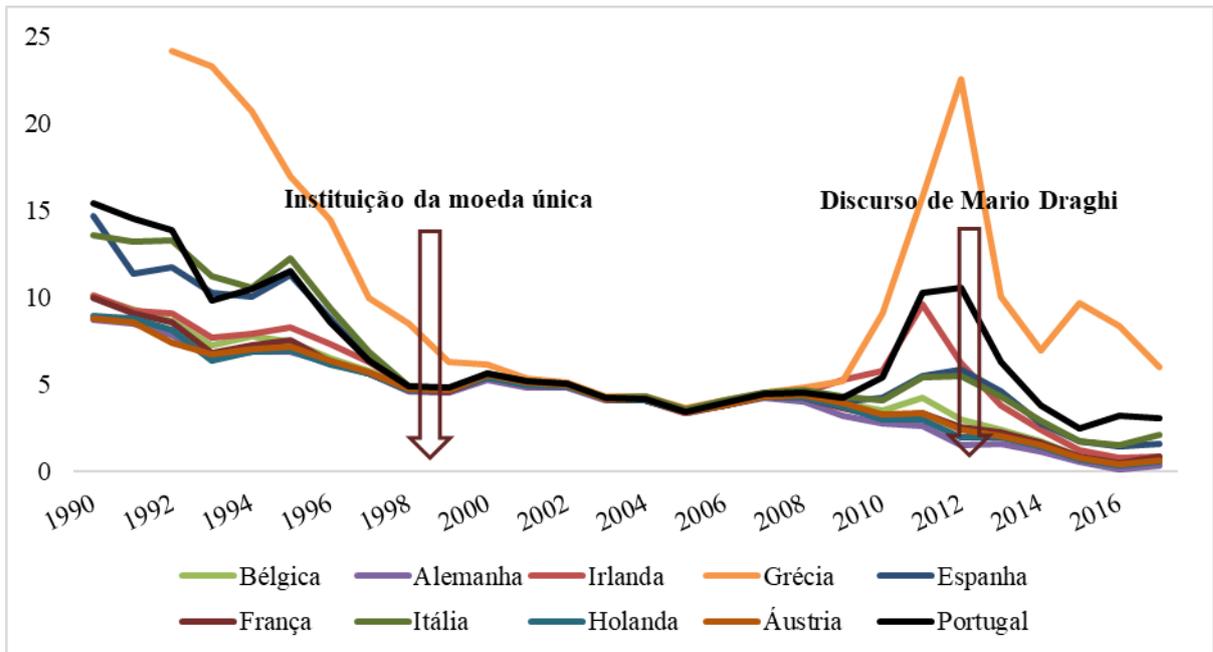
As eleições gregas em maio de 2012, em conjunto com a crise social-democrática que vivia o país e o segundo plano de resgate elaborado em fevereiro do mesmo ano pela Troika, resultaram em uma forte crença de que um “*Grexit*” estava cada vez mais próximo (KANG, 2015). A esta situação se seguiu uma nova onda de desconfiança e intensificação da crise, após diversas tentativas das instituições europeias e dos próprios países em antecipar os acontecimentos e combatê-la (BALDWIN *et al*, 2015).

A esta altura, o contágio ao *core* já era evidente. França e Itália enfrentavam severas dificuldades, dando dimensões globais à crise. A Espanha necessitou recorrer aos empréstimos do ESM para acalmar as incertezas em relação ao seu setor bancário. Diversos mecanismos e medidas já haviam sido postos em prática sem sucesso, tanto no âmbito fiscal quanto monetário – embora com maior ênfase ao primeiro, dada maneira com que foi interpretada a crise. Nesse cenário, em 26 de julho de 2012, numa conferência em Londres, o então presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi, conseguiu reverter o rumo e a proporção que a crise estava tomando dentro da UME, ameaçando até mesmo a própria existência da moeda única. Conforme Baldwin *et al* (2015), ao afirmar que “o BCE iria fazer de tudo para salvar o Euro” (BCE, 2018), Draghi mudou a visão do mercado de que o colapso era inevitável para a ideia de que as dificuldades seriam superadas.

Naturalmente, a declaração do presidente do BCE não pode ser analisada de maneira isolada. Como citado acima, ela foi precedida por acordos em direção à correção das falhas existentes na UME nos níveis nacional e pan-europeu. Ainda nesse sentido, na sequência do discurso de Draghi, o BCE lançou mão de sua terceira intervenção no mercado financeiro europeu: o *Outright Monetary Purchase* (OMT), esquema que permitia a intervenção do BCE

no mercado secundário de títulos soberanos em certas condições<sup>44</sup> (KANG, 2015). Apesar de nunca ter sido posto em prática, o anúncio do programa, em conjunto com a declaração de Draghi, foram o suficiente para acalmar os ânimos e estabilizar o mercado, como pode ser visto no Gráfico 13.<sup>45</sup>

**Gráfico 13** - Precificação dos títulos de países selecionados (% a.a) (1990 – 2016)



Fonte: Eurostat (2018)

De Grauwe (2013) afirma que a principal diferença entre esta intervenção do BCE e as tentativas anteriores de frear o contágio da crise foi o fato do programa ser ilimitado. Embora em 2011 o Banco tenha comprado títulos através do SMP e injetado liquidez no mercado financeiro por meio das duas LTRO, ambos programas foram anunciados como limitados em tempo e tamanho. A OMT, por sua vez, prometia agir de maneira ilimitada no combate à crise, conforme explicou Mario Draghi:

[...] você tem grandes partes da Zona do Euro em um mau equilíbrio impulsionado por expectativas autorrealizáveis. Então existe uma razão para intervir, a fim de “quebrar” estas expectativas, que [...] não preocupam apenas alguns países em específico, mas a Zona do Euro como um todo. Isto justificaria a intervenção do

<sup>44</sup> Uma destas condições era justamente a adoção de medidas contracionistas pelos Estados-Membros (DE GRAUWE, 2013). Outra era a submissão do país à supervisão do EFSF e do ESM.

<sup>45</sup> Já em 1936 John Maynard Keynes escrevia sobre a importância das expectativas dentro da economia. Estas tiveram papel decisivo no desfecho da crise soberana da Zona do Euro, assim como já tinham sido fundamentais ao definir a evolução desta – através das expectativas do mercado em relação à capacidade de pagamento dos países, a *periferia* viu seu crédito secar e foi levada ao “mau equilíbrio” descrito acima.

Banco Central (FINANCIAL TIMES, 2012 apud DE GRAUWE, 2013, p. 21, tradução livre da autora)

Pode-se questionar, por fim, o porquê da demora do Banco Central Europeu em agir como LOLR, tendo-o feito apenas quando a crise já ameaçava a implosão da União Monetária Europeia. Ainda, se pode discutir a eficiência das medidas de recuperação impostas pela Troika, que embora tenham diferido de país para país, seguiram diretrizes similares. É neste sentido que versa a próxima seção. Deve-se ressaltar, ainda, que apesar do sucesso da OMT – e principalmente do discurso de Draghi – em acalmar o mercado e as expectativas dos agentes financeiros, a crise ainda está longe de ter sido superada. A precificação dos títulos tornou a convergir (gráfico 13); aos poucos o continente retoma o crescimento, ainda que de forma lenta;<sup>46</sup> e os indicadores de emprego e competitividade apresentam melhora, principalmente no que se refere à *periferia*. Entretanto, é contundente a ideia da necessidade de reformas institucionais no âmbito da União Monetária Europeia, a fim de aumentar a simetria do bloco, torna-lo mais sustentável e evitar que no futuro outra crise desta magnitude atinja a Zona do Euro. Estas propostas, que vão desde um maior fortalecimento dos pactos vigentes e do controle dos Estados-Membros até um aprofundamento da coordenação política do bloco, instituindo também uma União Fiscal, serão analisadas na última seção.

## 5.2 DEBATE SOBRE A EFICIÊNCIA DAS MEDIDAS ADOTADAS

Tanto os planos de resgate impostos pela Troika quanto aqueles adotados pelos governos no próprio âmbito nacional – casos de Espanha e Itália – tiveram cunho contracionista e foram baseados em medidas de austeridade (LANE, 2012). Segundo União Europeia (2015) tais medidas recuperariam a confiança do mercado a partir da melhora das condições fiscais dos países no curto prazo e da adoção de reformas estruturais num segundo momento, garantindo a retomada do ciclo de negócios nos países. Bird (2015), afirma ainda que a UME entende que medidas como a diminuição de gastos, o ajuste de contas e o aumento da competitividade dos países seriam vistos como sinal de responsabilidade e comprometimento por parte dos PIIGS e que, a partir do reestabelecimento da estabilidade macroeconômica, os investimentos na *periferia* deveriam aumentar e os países começariam a se recuperar.

---

<sup>46</sup> O crescimento médio do PIB da Zona do Euro foi de 1,5% nos últimos cinco anos (EUROSTAT, 2018).

Esta visão, entretanto, não é unanimidade. Muitos autores enxergam as medidas de austeridade adotadas como equivocadas, tanto no que tange aos planos de resgate e suas condições contracionistas impostas aos países quanto no que toca aos mecanismos fiscais criados a fim de reforçar o SGP. Em relação aos programas de recuperação instituídos pela Troika, Lane (2012) diz que tendo em vista a impossibilidade de os países desvalorizarem a sua moeda, a duração estabelecida de três anos dos planos era muito curta, além do risco de que uma contração fiscal causasse a derrocada do setor bancário doméstico, dada ligação existente entre Estado e bancos. O autor afirma ainda que uma consolidação fiscal muito rígida e brusca pode dar origem em uma recessão ainda maior a partir da queda no produto e do aumento dos impostos, que reduzem a renda disponível e os lucros das empresas, aumentando o risco de um calote no setor privado.

Neste sentido, Palley (2013) cita que a interpretação errônea das causas da crise fez com que se acreditasse que diminuindo a dívida pública dos países em questão e controlando de maneira mais rígida seus déficits, a Zona do Euro - e em especial a *periferia* - conseguiriam recuperar a credibilidade dos mercados internacionais. Contudo, a adoção de medidas contracionistas causou a queda do produto no bloco como um todo, o que causou dificuldades ainda maiores na estabilização e diminuição da relação dívida pública e PIB. Ele afirma também que os desequilíbrios internos à Zona do Euro não só foram a principal raiz da crise da dívida soberana como também constituíram um impedimento no combate a esta: ao realizar políticas contracionistas, o *core* dificultou ainda mais a recuperação da *periferia*, aprofundando ademais a falta de demanda nestes países. Enquanto a taxa média de crescimento do PIB dos PIIGS foi de -1,9% entre 2008 e 2013, estes mesmos países apresentaram uma taxa média de crescimento da dívida pública de aproximadamente 9,5% (FMI, 2018).

Bird (2015) ressalta ainda que sem autonomia de política monetária e cambial, e com a política fiscal comprometida devido às exigências austeras das autoridades supranacionais, os países se viram em uma via sem saída. Ainda, pressionados pela necessidade de desalavancagem no curto prazo, a medida amplamente adotada foi o corte de gastos, o qual teria efeito ainda mais contracionista que um aumento de tarifas. Segundo o autor, a diminuição de gastos influencia diretamente o bem-estar da população, que por sua vez contamina o cenário político da nação reduzindo a probabilidade de sucesso das medidas adotadas, por fim minando a credibilidade do país com o mercado financeiro. Ou seja, as medidas adotadas iriam justamente contra o objetivo final da Troika. Este cenário pôde ser observado nos Estados-Membros submetidos aos pacotes de resgate. Lane (2012) vai de

acordo com esta ideia, dizendo que o próprio FMI reconhecia que dada impossibilidade de os planos serem acompanhados por uma desvalorização cambial ou uma expansão monetária, os resultados esperados seriam muito mais custosos de serem alcançados.

De Grauwe (2013) coloca os programas austeros impostos aos países como um dos responsáveis pela transformação da inicial crise de liquidez em uma ameaça à solvência destes. O autor diz que ao serem forçados à adoção de medidas contracionistas, os países foram atingidos por uma recessão ainda maior, que por sua vez demandou medidas de austeridade ainda mais rígidas, criando uma espiral deflacionária. Ele afirma que a partir do diagnóstico errado das causas da crise soberana por parte do BCE, da Comissão Europeia e do governo Alemão, os países tiveram de abrir mão das únicas ferramentas de estabilização que a eles cabia.

Além das possíveis discussões acerca da eficácia das medidas impostas e adotadas pelos países da Zona do Euro, muito se questiona sobre a demora do Banco Central Europeu na tomada de providências em relação às turbulências que ameaçavam a UME. Enquanto o FED e outros Bancos Centrais nacionais – nomeadamente o Banco da Inglaterra e o Banco do Japão – atuaram de maneira decisiva na contenção da crise<sup>47</sup>, o BCE acabou agindo apenas quando a ameaça da implosão do bloco econômico era latente. Como ressaltado no segundo capítulo deste trabalho, o BCE difere de outros Bancos Centrais em vários sentidos. Seu escopo único – o da estabilização de preços; a explícita proibição de financiamento dos Estados-Membros e de agentes privados; e a sua supranacionalidade tornam o banco singular (KANG, 2015).

Krugman (2013) ressalta que se a União Monetária Europeia tivesse sido atingida de maneira simétrica pelo choque, as decisões do BCE em relação à intervenção teriam sido “menos complicadas”. Porém, tendo em vista as diferenças existentes entre os Estados-Membros e os desequilíbrios presentes na Zona do Euro, alguns países, principalmente da *periferia*, acabaram sofrendo mais do que outros. Nesta situação, uma política monetária única (que o autor chama “*one-size-fits-all*”) acaba tendo efeitos diversos a depender da situação do país. Bird (2015) destaca que na ausência de política cambial em nível nacional, a redução da taxa de inflação seria a única ferramenta de ajuste da taxa de câmbio real dos

---

<sup>47</sup> Embora política fiscal também tenha sido fundamental na recuperação destes países (STIGLITZ, 2009; ROMER, 2011).

países. Entretanto, como esta já era muito baixa, o espaço para a adoção de tal política era pequeno para que ajudasse na recuperação da competitividade dos PIIGS.<sup>48</sup>

Segundo Palley (2013), se os Estados Unidos ou o Reino Unido sofressem os mesmos constrangimentos institucionais que os países da Zona do Euro, eles também teriam vivenciado uma crise da dívida soberana. Contudo, uma vez que eles possuem bancos centrais que fazem o papel de banco do Estado, puderam resgatar os seus governos evitando este cenário. Em 2012, os Estados Unidos, o Reino Unido e o Japão se apresentavam com uma dívida pública ainda mais alta do que em 2008, porém sem sofrer nenhuma ameaça à solvência destes países. Os países da UME, por sua vez, não contavam com um LOLR, como reforça De Grauwe (2013). Isto deixou o mercado de títulos dos países vulneráveis a ataques especulativos.

Este cenário fica visível no trabalho de Wolf (2013). O autor compara o comportamento dos títulos de Espanha e do Reino Unido: mesmo apresentando níveis de endividamento muito parecidos, os títulos espanhóis ficaram à mercê das expectativas do mercado, enquanto os do Reino Unido se comportaram de maneira similar àqueles da Alemanha (considerado o ativo mais seguro dentro da Zona do Euro). Isto teria se dado pelo fato de o Reino Unido ser um Estado soberano, com moeda e Banco Central próprios. Kang (2015) afirma que nem a UME nem o Banco Central Europeu estavam preparados para uma crise desta dimensão, e que, sem saber como agir num primeiro momento, o BCE teria feito o que estava ao seu alcance: reduziu as taxas de juros a níveis historicamente baixos. A demora de intervenções mais pontuais do Banco teria se dado por diversas razões: o rígido estatuto do mesmo, dentro do qual não consta a estabilidade financeira como sua responsabilidade; o seu escopo único de controle do nível geral de preços; a explícita independência do Banco; além das suas raízes no *Bundesbank* alemão, que caracterizariam a sua aversão à inflação (KANG, 2015). Vale ressaltar, por fim, que todas as interseções realizadas pelo BCE foram justificadas pela necessidade de “restaurar e salvaguardar uma apropriada transmissão de política monetária e a unicidade da política monetária” (BCE, 2018), além do Banco inúmeras vezes reforçar o fato de ser independente. Mesmo assim, as ações do BCE foram alvo de muitos questionamentos, e o são até hoje, principalmente sobre o Banco ter infringido seus limites ou não.

---

<sup>48</sup> Segundo Bird (2015), em 2009, a taxa de inflação na Zona do Euro como um todo era de apenas 0,3%. Na Grécia, Portugal e Espanha as taxas eram de 1,2%, -0,9% e -1,7%, respectivamente. Esta permaneceu baixa no período de 2010 a 2013, atingindo seu máximo de 2,7%, em 2011.

Vale salientar, por fim, a contemporaneidade dos assuntos neste trabalho abordados. A partir do retorno da Zona do Euro à aparente normalidade,<sup>49</sup> e de uma maior tranquilidade por parte do mercado financeiro, deve-se tentar, através de uma retrospectiva da crise, reunir os aprendizados que dela podem ser adquiridos. Dentre estes, pode-se destacar: i) o reconhecimento da relevância – ainda que teórica – da TAMO, que de certa maneira fora “escanteada” durante o processo de integração europeu (MONGELLI, 2008; KRUGMAN, 2013); ii) a retomada da discussão acerca da importância do uso de política fiscal – principalmente em momentos de crise – e, de maneira mais ampla, de política macroeconômica preventiva, tanto no que tange ao setor financeiro quanto ao Estado (ROMER, 2011; BLANCHARD, 2013; KUENZEL; RUSCHER, 2013); e iii) a análise das falhas existentes no desenho da União Monetária Europeia, sejam elas em termos institucionais ou em termos de dinâmica funcional (LANE, 2012; DE GRAUWE, 2013; PALLEY, 2013; STIGLITZ, 2016).

Sendo assim, partindo dos principais aprendizados da crise, a próxima seção traz brevemente algumas medidas propostas com o objetivo de tornar a União Monetária mais simétrica, funcional e sustentável. Diversas foram as proposições neste sentido, não cabendo trazê-las todas à discussão. Tentar-se-á abordar ao menos algumas das mais relevantes.

### 5.3 PROPOSTAS NA BUSCA DE MAIOR SIMETRIA E SUSTENTABILIDADE DA UME

Embora a maneira com que a União Monetária Europeia respondeu à crise possa ser alvo de críticas, tanto no que tange ao modo com que esta foi interpretada, quanto no que diz respeito à demora da Zona do Euro na tomada de providências efetivas ou até mesmo pelo fato desta ter adotado políticas e atitudes não antes esperadas, pode-se dizer que passos importantes foram tomados em direção à construção de maior harmonia, simetria e convergência dentro do bloco (COMISSÃO EUROPEIA, 2015). A partir da maior atenção dada a falhas e desequilíbrios – estruturais e dinâmicos – antes desconhecidos ou ignorados, buscou-se a correção destes através de mudanças e propostas em diversos âmbitos.

Em termos fiscais, número significativo de iniciativas foi tomado, ainda mesmo quando o futuro da Zona do Euro estava em jogo. Conforme visto anteriormente, foram criados o *Six-* e *Two-pack*, medidas que compõem o *Fiscal Compact*, buscando maior monitoramento, gestão e coordenação das políticas fiscais nacionais. Além de reforçar as

---

<sup>49</sup> Termo “normalidade” utilizado tendo em vista à retomada do controle sobre os canais de transmissão de política monetária – razão utilizada pelo BCE para intervenção no mercado financeiro da Zona do Euro.

regras do SGP, o pacote de medidas visa o controle de desequilíbrios em geral, haja vista a relevância que as assimetrias presentes na Zona do Euro tiveram no andar da crise (BALDWIN *et al*, 2015). Comissão Europeia (2015) ressalta, entretanto, a necessidade de completar estas medidas, aumentando a credibilidade do SGP e dos acordos adotados em termos fiscais. Eles propõem, ainda, a criação de um conselho fiscal europeu (*European Fiscal Board*), com objetivo de gerar maior convergência entre as políticas nacionais através do trabalho em conjunto com as autoridades de cada Estado-Membro.

Há quem defenda, ainda, a necessidade de certo tipo de coesão fiscal ou união política dentro do bloco. Antes mesmo do período turbulento vivido pela Zona do Euro, vários eram os autores que destacavam a dificuldade de se estabelecer uma União Monetária sem um alto grau de sincronia fiscal e na ausência da consolidação de um bloco político (FELDSTEIN, 1997; ARESTIS *et al*, 2003; DE GRAUWE, 2013). Sendo, ao menos no curto prazo, uma união política improvável, existem algumas propostas com o objetivo de estabelecer mecanismos de transferências fiscais entre os países<sup>50</sup> e da criação de uma dívida comum à Zona do Euro (DE GRAUWE, 2011; PISANY-FERRY, 2012). Sabe-se, porém, das dificuldades em se pôr em prática tais ações, pelo fato de imporem uma ainda maior interdependência entre os Estados-Membros e demandarem um grau mais elevado de solidariedade e coparticipação entre eles.

No que diz respeito ao âmbito financeiro da União Monetária Europeia, se compreende a incompatibilidade de ter um mercado financeiro extremamente integrado e deixar o controle bancário em nível nacional, como estabelece a configuração original da Zona do Euro. Já em 1998, Eichengreen e Wyplosz (1998) apontavam que a forma como a UME estava desenhada criava uma interdependência muito grande entre bancos e Estado, sendo provável um rápido efeito contágio entre ambos em caso de uma crise. No sentido de corrigir tal falha, Pisany-Ferry (2012) cita a necessidade de reformas regulatórias a fim de controlar a exposição bancária à dívida soberana. Outra possibilidade levantada pelo autor seria o estabelecimento de uma união bancária, passando o controle bancário para o nível europeu, tirando esta responsabilidade dos Estados-Membros. Segundo ele isto traria maior estabilidade financeira pois diminuiria a vulnerabilidade dos países frente a uma crise bancária e aliviaria as preocupações em relação a sua solvência. Comissão Europeia (2015) corrobora com esta ideia, levantando a possibilidade de que o ESM possa ser o responsável pela gestão e controle bancário, realizado também a função de *back-up* dos bancos. Para tal, o

---

<sup>50</sup> Esta seria uma das maneiras de “compensar” a falta de simetria dentro de uma união monetária.

mecanismo assumiria efetivamente o papel de Fundo Monetário Europeu (*European Monetary Fund*), sendo uma instituição com caráter intergovernamental e orientada à disciplina de mercado. Esta é uma proposta atualmente muito discutida (COMISSÃO EUROPEIA, 2018c).

Num sentido similar, a ideia da necessidade de que o BCE assuma o papel de prestador de última instância (LOLR) dos Estados-Membros é muito presente (DE GRAUWE, 2011; PISANY-FERRY, 2012; DE GRAUWE, 2013). Na ausência de uma instituição ou fundo em nível europeu que tenha capacidade de assumir esta função, e na incapacidade dos Bancos Centrais Nacionais em fazê-lo, caberia ao BCE garantir a liquidez imediata aos governos soberanos em caso de dificuldades. Naturalmente, a ajuda seria concedida em situações excepcionais, e estaria condicionada à tomada de providências corretivas. Wyplosz (2013) ressalta, entretanto, o risco moral que esta medida acarretaria. Deve-se notar que o Banco acabou agindo desta maneira ao intervir no mercado financeiro durante a crise: apesar de ter relutado em fazê-lo em um primeiro momento, com a transformação da crise bancária em uma crise da dívida soberana e com a ameaça à sobrevivência da Zona do Euro, o BCE se viu obrigado a interferir e assumir tal papel (WYPLOSZ, 2013). Por fim, Kang (2015) afirma que as ações do Banco Central Europeu foram inesperadas, justamente pelo seu escopo único da estabilidade de preços, mas que estas podem ter sido chave para que o Banco assuma outras responsabilidades de governança dentro da Zona do Euro.

Por último, justamente no que toca à governança da Zona do Euro, se reconhece a existência de um déficit democrático dentro da União Europeia, e principalmente dentro da UME (KUENZEL; RUSCHER, 2013). A distância das instituições que representam a União Monetária do cidadão europeu<sup>51</sup>, bem como a falta de coesão das ações tomadas em nível nacional e pan-europeu, acabaram minando a eficácia e a credibilidade das respostas dadas pelos representantes da moeda única à crise. Nessa lógica, providências como a criação do Semestre Europeu já foram tomadas a fim de aliar as decisões dos Estados-Membros às aquelas tomadas em âmbito europeu. Ressalta-se, enfim, a contemporaneidade das propostas aqui apresentadas – algumas delas com maior probabilidade de serem postas em práticas, outras cujas barreiras institucionais e burocráticas são maiores, porém todas amplamente discutidas em âmbito europeu.

---

<sup>51</sup> Vale ressaltar que esta era uma das preocupações marxistas com relação a Uniões Monetárias, conforme exposto no segundo capítulo deste trabalho.

## 5.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo buscou analisar as respostas dadas pela Zona do Euro à crise em concomitância com a evolução desta. Para tanto, inspirado em Baldwin *et al* (2015), se utilizou o movimento das taxas de juros cobradas sobre os títulos dos Estados-Membros da União Monetária Europeia como variável balizadora das diversas fases da recessão vivenciadas pela ZE, assim como para ilustrar o progresso da mesma. A crise, que chegou à Europa como uma turbulência do setor financeiro, foi primeiramente combatida pelos próprios Estados-Membros de maneira individual. A atuação dos países no sentido de realizar uma política fiscal anticíclica e lutar contra a derrocada do setor bancário nacional marca a primeira fase da recessão.

Como resultado da ação dos estados nacionais nota-se o aumento dos déficits fiscais dos mesmos e, como consequência, de sua dívida pública. Este cenário fica ainda mais evidente no âmbito da *periferia*, tendo em vista que estes foram os países mais afetados pela onda recessiva oriunda dos Estados Unidos. Grandes devedores dentro da Zona do Euro, os PIIGS acumularam um grande estoque de dívida durante a primeira década do euro – em 2008 a média do déficit em conta corrente destes países era de 9,1% do PIB (FMI, 2018). Em meio à incerteza do sistema financeiro internacional e na busca por maior segurança dá-se início a um processo de repatriação de capitais, caracterizando uma “parada súbita” do financiamento ao Sul da ZE.

Apesar das dificuldades enfrentadas principalmente pela *periferia*, até este momento acreditava-se que as turbulências diziam respeito tão somente ao setor financeiro da economia – as próprias taxas de juros cobradas pelo mercado pouco divergiam. Este cenário muda, contudo, em outubro de 2009 com o anúncio da previsão do déficit grego e os consequentes *downgrades* das agências de *rating* dos títulos gregos: enquanto em agosto de 2009 o *spread* cobrado pelos títulos gregos era de pouco mais de 1% ao ano, em maio de 2010 este número já passava dos 5%. A partir deste momento, como ressaltam BALDWIN *et al* (2015), parece que o mercado “acorda” e passa a entender que na realidade os títulos públicos da *periferia* apresentam grau significativo de risco.

Ao resgate grego realizado em maio de 2010 pela Troika seguiu-se o agravamento da crise, que atinge outra fase – a ameaça à solvência da *periferia*. A taxa de juros cobrada pelos títulos de Irlanda e Portugal começa a crescer consideravelmente, fazendo com que respectivamente em novembro de 2010 e em maio de 2011 os países tivessem que recorrer ao auxílio externo, apesar de ambos terem tentado lidar com os problemas através de reformas

autônomas. Mesmo com pequenas diferenças entre os planos impostos a cada Estado-Membro, em linhas gerais se pode dizer que todos pregavam medidas de austeridade, visando principalmente a correção dos desequilíbrios fiscais apresentados pelos países. Estas respostas austeras refletem a maneira com que a crise foi interpretada.

Em concomitância aos resgates realizados a Grécia, Irlanda e Portugal, foram criados mecanismos no âmbito fiscal da UME, cujo objetivo era reforçar as regras do SGP e ter maior controle sobre a gestão orçamentária dos países e sobre os desequilíbrios macroeconômicos presentes na Zona do Euro. Na esfera monetária, além do estabelecimento do EFSF e do EFSM, o BCE também foi se tornando paulatinamente mais ativo, apesar de ter suas ações restringidas pelas cláusulas de não financiamento presentes no seu estatuto – em 2010 e 2011 o Banco lançou, respectivamente, os programas SMP e LTRO, limitados tanto em valor quanto em prazo. Contudo, não obstante as tentativas da União Monetária Europeia em conter o avanço da crise, a Grécia foi novamente o epicentro das desconfianças do mercado: no início de 2012 o país teve de recorrer novamente à ajuda externa, que somada à crise política e social instaurada no país, fez tomar força a ideia de uma eventual saída do país da Zona do Euro.

Esta nova onda de turbulências deu início à terceira fase da crise, quando esta começou a ameaçar a estabilidade do *core*. Além do aumento do *spread* sobre os títulos italianos e da necessidade da ajuda do EFSF à Espanha, a solvência de França e Bélgica passou a ser alvo de especulação – a crise atingira dimensões globais e a possibilidade da implosão da moeda única parecia cada vez maior. Foi neste contexto que em julho de 2012, após praticamente três anos lutando de maneira inócua contra a recessão, o então presidente do BCE Mario Draghi conseguiu “salvar o euro”, declarando que o Banco Central Europeu faria o que fosse necessário para garantir a sobrevivência da moeda única. Tendo sido a crise inflamada por uma onda de desconfiança sobre a solvência dos países – principalmente dos PIIGS, é curioso notar como as mesmas expectativas fizeram com que essa se esvanecesse. O programa OMT, lançado pouco tempo após o discurso de Draghi, nem mesmo precisou ser colocado em prática – o mercado estava retornando à normalidade e os países ao “bom equilíbrio”.

Ao modo como a Zona do Euro reagiu e respondeu à crise podem-se seguir algumas questões. Primeiramente, o próprio fato de os países fazerem parte de uma união monetária acabou moldando suas ações – sem autonomia de política monetária e política cambial e com pouco espaço para realização de política fiscal anticíclica, os Estados-Membros tiveram poucas armas para lutar contra a recessão de maneira individual. Isto é, era necessária a ação

da ZE como um todo contra as dificuldades enfrentadas – até então – no âmbito financeiro. Entretanto, tenha sido por uma má interpretação das causas da crise, ou até mesmo pela crença de que recuperando a estabilidade fiscal dos países a credibilidade do mercado, o cenário econômico e o ciclo de negócios retornariam ao normal, a “luta” pregada pela União Monetária Europeia foi baseada na adoção de medidas austeras. Estas acabaram levando os países a uma recessão dupla (DE GRAUWE, 2013), transformando o que inicialmente era uma ameaça à liquidez destes em uma tensão em relação a sua solvência.

Ainda, pode-se citar certo despreparo da UME no que tange ao combate à crise (PALLEY, 2013). O BCE, baseado no seu escopo único de estabilidade de preços, demorou em dar as respostas dele necessárias. As instituições europeias – a Comissão e o Parlamento, preocupadas com a “ameaça moral” que poderiam surgir a partir de certas intervenções, atuaram de maneira discreta e alinhada com os princípios de austeridade pregados pelo Fundo Monetário Internacional. Por fim, tendo em vista que a crise atingiu a UME de maneira assimétrica, a política monetária única presente na Zona do Euro acabou tendo efeitos diversos nos diferentes blocos de países, deixando a *periferia* mais exposta às dificuldades enfrentadas.

Finalmente, além dos aprendizados deixados pela crise – tanto no que tange à importância da TAMO, quanto no que diz respeito ao uso de política fiscal e à dinâmica particular da própria União Monetária Europeia, deve-se debater acerca de medidas de médio e longo prazo a serem tomadas a fim de evitar que situações similares à enfrentada tornem-se recorrentes. Certamente, existe espaço para a adoção de reformas nos âmbitos fiscal, monetário e institucional que tornem a UME mais simétrica e sustentável.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A União Monetária Europeia representa aproximadamente 20% do PIB mundial e reúne uma população de mais de 340 milhões de pessoas. Levando-se em consideração a história recente que permeia a Europa e o processo de integração política e econômica que o continente vivenciou durante os últimos setenta anos, pode-se afirmar que o Euro é uma das criações mais marcantes, revolucionárias e desafiadoras das últimas décadas, além de ser um laboratório vivo no que tange à teoria econômica. Entretanto, uma década após o estabelecimento da moeda única, a existência da Zona do Euro foi posta em xeque a partir dos desdobramentos internacionais da crise *subprime*.

Tendo em vista este cenário, o objetivo desta pesquisa foi analisar a maneira com que a União Monetária Europeia respondeu à crise oriunda do colapso financeiro estadunidense. A fim de atingir o objetivo proposto, e partindo da hipótese de que as respostas da UME foram suficientes para garantir a sobrevivência do bloco econômico, o trabalho se dividiu em quatro capítulos, além da introdução e conclusão. O segundo capítulo discorreu sobre as diferentes visões da Teoria das Áreas Monetárias Ótimas e os possíveis custos e benefícios de uma unificação monetária nos termos apontados por esta. O terceiro retomou o processo de integração europeu, ressaltando a criação do SGP e do BCE e a presença de dinâmicas específicas dentro do bloco. A crise de 2008 foi o tema do quarto capítulo, que partiu do colapso financeiro americano até o desenrolar da crise na Zona do Euro. Por fim, o quinto e último capítulo abordou as respostas dadas pela UME, as críticas a estas e as propostas relacionadas a reformas e mudanças institucionais no bloco.

Ao ser analisada a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, primeiramente averiguou-se que processos de integração são interpretados de maneira diversa pelas diferentes correntes econômicas. Enquanto num primeiro momento a teoria versava sobre as características consideradas “ótimas” para um dado conjunto de países que desejasse fixar sua taxa de câmbio, num segundo momento, com a mudança do papel da política monetária dentro da teoria econômica, a discussão passou a ser acerca das dinâmicas envolvidas em processos de integração. A perda de autonomia monetária e cambial, que antes era vista como o principal custo de uma unificação monetária, passou a ser relativizada, tendo em vista o novo entendimento do papel do Estado dentro da economia. Abordou-se também o debate sobre os possíveis efeitos endógenos de uma unificação monetária. Se por um lado alguns autores acreditavam que a própria integração econômica estimularia a convergência entre os países –

o que de certa forma diminuía a relevância dos pressupostos ótimos pregados pela própria TAMO, outros, mais cautelosos, viam como fundamental um alto grau de harmonia *ex-ante* das nações.

Entretanto, como foi visto posteriormente, o fato de a Zona do Euro já ter sido desenhada com grandes assimetrias, sob a crença de que estas diminuiriam *a posteriori* como resultado da própria integração, revelou-se uma importante vulnerabilidade. Neste mesmo sentido, a falta de autonomia monetária e cambial dos Estados-Membros da ZE se mostrou um fator crucial no desenrolar da crise, tornando o combate a esta muito mais penoso para os países e para o bloco econômico como um todo. Isto é, apesar das críticas referentes ao poder explicativo da TAMO, a teoria desde o princípio já apontava as possíveis falhas a emergirem dentro da União Monetária Europeia.

Porém, inflamados pelo desejo de uma Europa mais unida, organizada e coesa, os países seguiram na direção da integração econômica, sendo a criação da moeda única o ápice de décadas de tratativas e acordos nos quais a razão política se sobrepunha à razão econômica. Este foi o tópico tratado no capítulo 3, que trouxe um reexame histórico da evolução da integração europeia até a constituição da UME. A criação do Banco Central Europeu e o estabelecimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento – ambos com raízes alemãs – nortearam tal processo, sendo o primeiro o responsável pela definição da política monetária do bloco, e o segundo o encarregado de moldar a política fiscal dos Estados-Membros. Foi ressaltada, ainda, a existência de dois grupos distintos de países dentro da ZE – o *core* e a *periferia*, cujas divergências a primeira década de União Monetária fez se acentuarem. Isto se deu principalmente a partir da definição da taxa de juros única, a qual teve efeitos assimétricos nos países do Norte e nos PIIGS, e da maior integração financeira entre os Estados-Membros, que resultou em grandes déficits em conta corrente na *periferia*.

Ou seja, ao mesmo tempo em que a integração europeia pouco levou em consideração os pressupostos pregados pela TAMO, as dinâmicas específicas da própria unificação monetária aumentaram ainda mais as discrepâncias entre os países, ao contrário do que imaginavam os líderes europeus. Pode-se afirmar, ainda, que a significativa influência alemã sob as instituições e a política do bloco veio a moldar a maneira com que a UME enxergou e combateu a crise, dificultando ainda mais a condição dos países periféricos.

Apesar de iniciado nos Estados Unidos, o colapso financeiro, que se explicitou no mercado de títulos lastreados em hipotecas *subprime*, rapidamente se estendeu à Zona do Euro, tendo em vista a alta interdependência do sistema financeiro internacional. O clima de insegurança instaurado a partir da quebra da bolsa de Nova York deu início a uma onda de

repatriação de investimentos, causando a queda da liquidez nos mercados internacionais. Esta fuga maciça de capitais expôs a bolha creditícia existente na *periferia* e revelou falhas presentes dentro da ZE antes mascaradas pelo período da Grande Moderação. Na tentativa de salvar o setor bancário nacional, os países do Sul se viram obrigados a intervir na economia doméstica através do uso de política fiscal expansionista, ainda que esta seja limitada dentro da UME. Contudo, a existência de um “abraço mortal” entre Estado e setor bancário transformou a inicial crise financeira em uma crise da dívida soberana, colocando em questão a solvência dos próprios países. Em síntese, o combate ao choque, realizado de maneira individual pelos países num primeiro momento, resultou na piora dos indicadores econômicos dos Estados-Membros, aumentando a desconfiança do mercado em relação à situação destes. Com a revelação do grande déficit fiscal grego de 2009, a liquidez dos países periféricos passa a ser posta em xeque, dando início a uma espiral deflacionária nos PIIGS. Para ilustrar tal transformação da crise, foi utilizada a evolução do preço dos títulos públicos dos principais países afetados pelas turbulências.

Ainda no quarto capítulo viu-se que existem diferentes interpretações para as causas da recessão, principalmente no que tange à transformação desta em uma crise da dívida soberana. Se por um lado alguns autores atribuem grande culpa à irresponsabilidade fiscal de alguns países, por outro existe certo consenso de que a existência de falhas estruturais dentro da Zona do Euro teria impulsionado os países do Sul ao mau equilíbrio, podendo ser atribuído papel importante neste processo às políticas neomercantilistas adotadas pelo *core*.

Tendo em vista que as ações individuais no intuito de proteger as economias nacionais não só não foram suficientes para lidar com as dificuldades financeiras como acabaram agravando as mesmas, foi necessária a adoção de medidas por parte da União Monetária Europeia como um todo. Na ausência de um LOLR dentro da Zona do Euro, os planos de resgate concedidos aos países foram outorgados pela Troika, seguindo as premissas de austeridade pregadas pelo Fundo Monetário Internacional. Estas, excessivamente focadas na correção imediata dos desequilíbrios fiscais dos países, acabaram empurrando-os em uma recessão ainda mais grave. Ao mesmo tempo em que os países eram coagidos a aplicar políticas austeras, a UME encontrava grandes dificuldades em combater a crise. No âmbito institucional, as organizações europeias agiam de modo demasiadamente comedido na luta contra uma crise que atingira o bloco de maneira assimétrica. Da mesma maneira, no campo monetário o BCE se via de mãos atadas dado seu escopo único de estabilidade de preços, deixando claro o despreparo da União Monetária em relação ao combate a choques recessivos. Quando a crise já atingira níveis antes não imaginados, ameaçando a extinção da

própria União Monetária Europeia, Mario Draghi, então presidente do Banco Central Europeu, conseguiu restituir a confiança dos mercados garantindo que o BCE agiria da maneira que fosse necessária para salvar a moeda única.

Isto significa que, tenha sido pela má interpretação das causas da crise, ou pelo entendimento errôneo de como tirar os países da recessão, as ações da própria União Monetária Europeia a acentuaram ainda mais. A não constituição *a priori* da Europa como uma Área Monetária Ótima pode ser apontada como um fator intensificador das dificuldades enfrentadas pelo bloco, que somado às crescentes divergências entre os países fez com que a crise afetasse a UME de maneira desigual. A abdicação da autonomia monetária e cambial, apontada por alguns autores como o maior custo oriundo de uma unificação monetária, se mostrou extremamente penosa no momento que seguiu o choque financeiro. Ainda, as diferenças de poder, influência e ideologia presentes dentro da Zona do Euro acabaram moldando a maneira com que o bloco lutou contra a crise. Pode-se constatar, assim, que apesar de ter sido atribuído grande papel aos desequilíbrios fiscais como principais causadores da recessão, a crise da dívida soberana da ZE foi o resultado da interação de diversos fatores.

Em conclusão, passadas as maiores dificuldades, pode-se dizer a crise deixou importantes aprendizados. Entretanto, se deve ter em mente que ainda são necessários avanços em direção a uma União Monetária mais simétrica e sustentável. Além de mudanças nos âmbitos monetário, fiscal e institucional, é fundamental que se crie um órgão que de fato represente a União Monetária Europeia como um todo e os cidadãos dos países pertencentes à moeda única. Isto é indispensável não apenas a fim de dar maior voz à Zona do Euro dentro do sistema monetário internacional, mas também com objetivo de diminuir o déficit democrático e a distância existente entre as instituições da UME e os Estados-Membros. A União Monetária Europeia representa um passo demasiadamente precioso em direção a maior cooperação internacional para ser deixado ruir.

Finalmente, vale destacar a vasta agenda de pesquisa que deriva do tema abordado neste trabalho. O caráter contemporâneo do assunto exposto permite que futuros estudos sigam em diversos sentidos. Entre eles, algumas sugestões seriam (i) investigar as consequências socioeconômicas dos planos de resgate impostos pela Troika; e (ii) analisar a viabilidade de outros processos de integração econômica e unificação monetária, dentre eles o caso sul-americano, utilizando os aprendizados proporcionados pela UME.

## REFERÊNCIAS

- ALESINA, Alberto; BARRO, Robert J.; TENREYRO, Silvana. Optimal currency areas. NBER macroeconomics annual, v. 17, p. 301-345, 2002. Disponível em: <<http://post.economics.harvard.edu/faculty/alesina/papers.html>>. Acesso em: 18 maio 2018.
- ALSAKKA, Rasha; GWILYM, Owain ap; VU, Tuyet Nhung. The sovereign-bank rating channel and rating agencies' downgrades during the European debt crisis. **Journal of International Money and Finance**. 2014.
- AMADO, Adriana M.; MOLLO, Maria de Lourdes R. Ortodoxia e Heterodoxia a discussão sobre integração regional: a origem do pensamento da CEPAL e seus desenvolvimentos posteriores. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 34, n. 1, p.129-156, 2004. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ee/v34n1/v34n1a05.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2018.
- ARESTIS, Philip et al. O euro e a UME: lições para o Mercosul. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 12, n. 1, p.1-24, jun. 2003. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643072>>. Acesso em: 10 maio 2018.
- BANCO CENTRAL EUROPEU**, 2018. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.en.html>>. Acesso em: 18 out. 2018.
- BANCO CENTRAL EUROPEU**. Monetary and fiscal policy interactions in a monetary union. **ECB**. Monthly Bulletin. Jul 2012. Disponível em: <[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201207en\\_pp51-64en.pdf?8c2f33800af3724672a6f007f9ffd447](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201207en_pp51-64en.pdf?8c2f33800af3724672a6f007f9ffd447)>. Acesso em: 17 set. 2018.
- BANCO MUNDIAL**, 2018. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/>>. Último acesso em: 06 nov. 2018.
- BAYOUMI, Tamim; EICHENGREEN, Barry. Shocking aspects of European monetary unification. **National Bureau of Economic Research**, 1993.
- BEKER, Victor A. The European debt crisis: Causes and consequences. In: DIEM: DUBROVNIK INTERNATIONAL ECONOMIC MEETING. **Anais...** Sveučilište u Dubrovniku, 2013.
- BENMELECH, Efraim; DLUGOSZ, Jennifer. The credit rating crisis. **NBER macroeconomics annual**, v. 24, n. 1, p. 161-208, 2009
- BERNANKE, Ben S. Monetary policy and the housing bubble. In: ANNUAL MEETING OF THE AMERICAN ECONOMIC ASSOCIATION, **Anais...** Atlanta, Georgia. 2010. Disponível em:

<<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>>\_Acesso em: 15 set. 2018

BIRD, Graham. The IMF's uneasy excursion into the Euro Zone. **World Economics**. Vol. 16, No. 3, set .2015.

BLANCHARD, Olivier. Rethinking Macroeconomic Policy. In: RETHINKING MACRO POLICY II: FIRST STEPS AND EARLY LESSONS CONFERENCE. **Anais...** Washington, DC. April 2013

BROZ, Tanja. Optimum Currency Areas: A Literature Review. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, v. 104, p. 53, 2005.

CAMPOS, Nauro F.; MACCHIARELLI, Corrado. Symmetry and Convergence in Monetary Unions. **LEQS Paper**. n. 131. 2018.

BALDWIN, Richard et al. Rebooting the Eurozone: Step 1 – agreeing a crisis narrative. **Centre for Economic Policy Research**. Policy insight n. 85. Nov 2015

COHEN, Benjamin J. The euro in a global context: Challenges and capacities. In: **THE EURO AT TEN: EUROPEANIZATION, POWER, AND CONVERGENCE**, p. 37-53, 2008.

COMISSÃO EUROPEIA. History of the Stability and Growth Pact. Documento eletrônico. **Comissão Europeia**. [201-] Disponível em: <[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/history-stability-and-growth-pact\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/history-stability-and-growth-pact_en)>. Acesso em 29 jun. 2018.

COMISSÃO EUROPEIA. **The European Semester**. Documento eletrônico. 2018a. Disponível em: < [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/european-semester\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/european-semester_en)>. Acesso em 13 set.2018

COMISSÃO EUROPEIA. **The EU's economic governance explained**. Documento eletrônico. 2018b. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/european-semester/framework/eus-economic-governance-explained\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/european-semester/framework/eus-economic-governance-explained_en)>. Acesso em 13 set.2018

COMISSÃO EUROPEIA. **The 5 Presidents Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union**. Brussels, 2015. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf) >. Acesso em: 20 abr. 2018.

COMISSÃO EUROPEIA. **Eurostat**. 2018. Disponível em: <<https://ec.europa.eu/eurostat>>. Último acesso em: 02 nov. 2018.

COMISSÃO EUROPEIA. **Eurostat**. 2018. Disponível em: <<http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>>. Último acesso em 05 de dezembro de 2018.

CONSELHO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. **Treaty on European Union**. 1992. Disponível em: <[https://europa.eu/european-union/sites/europaeu/files/docs/body/treaty\\_on\\_european\\_union\\_en.pdf](https://europa.eu/european-union/sites/europaeu/files/docs/body/treaty_on_european_union_en.pdf)>. Acesso em: 13 out. 2018.

CONSELHO EUROPEU. Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact. **Conselho Europeu**. Amsterdam. 1997. Disponível em: <[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:31997Y0802\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:31997Y0802(01))>. Acesso em: 10 ago. 2018.

COMISSÃO EUROPEIA. **One Market, One Money**. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union. Brussels, 1990. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication7454\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7454_en.pdf)>. Acesso em: 25 maio 2018.

DELIVORIAS, Pangelos. A History of European Monetary Integration. European Parliamentary Research Service. **European Parliament**. 2015. Disponível em: <[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS\\_BRI\(2015\)551325\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI(2015)551325_EN.pdf)>. Acesso em: 15 jun. 2018.

DATHEIN, Ricardo. I. "Integração econômica na América Latina: *second best* ou estratégia regional de desenvolvimento.". In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 12., 2007, São Paulo. Anais... do XII Encontro Nacional de Economia Política. São Paulo: ENEP, (2007).

DE GRAUWE, Paul. What have we learnt about Monetary Integration since the Maastricht Treaty? **Journal Of Common Market Studies**, Londonres, v. 44, n. 4, p.711-730, nov. 2006

DE GRAUWE, Paul. Why a tougher Stability and Growth Pact is a bad idea. **VoxEU (org)**, v. 4, 2010. Disponível em: <<https://voxeu.org/article/why-tougher-stability-and-growth-pact-bad-idea>>. Acesso em: 13 out 2018.

DE GRAUWE, Paul. Design failures in the Eurozone: can they be fixed? 2013. **LEQS**. Paper No. 57/2013. Disponível em: <[https://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS Discussion Paper Series/LEQSPaper57.pdf](https://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS%20Discussion%20Paper%20Series/LEQSPaper57.pdf)>. Acesso em: 20 maio 2018.

DE GRAUWE, Paul; MONGELLI, Francesco P. Endogeneities of optimum currency areas: What brings countries sharing a single currency closer together? **ECB Working Paper Series**, No.468. 2005.

DELLAS, Harris; TAVLAS, George S. An Optimum Currency Area Odyssey. **Journal Of International And Monetary Finance**, v. 28, n. 7, p.1117-1137, set. 2009

DEOS, Simone S.; MENDONÇA, Ana Rosa.; WEGNER, Rubia R. Cooperação financeira no Mercosul e o financiamento do investimento. **Nova Economia**, 23(1), 155-184. Disponível em: <<https://dx.doi.org/10.1590/S0103-63512013000100006>>. Acesso em: 13 set. 2018

EICHENGREEN, Barry. Saving Europe's Automatic Stabilizers. **National Institute Economic Review**, v. 159, n. 1, p.92-98, jan. 1996.

EICHENGREEN, Barry. The political Economy of European Integration. **University of California**, Berkley. 2004.

EICHENGREEN, Barry. Macroeconomic and Financial Policies Before and After the Crisis. **University of California**, Berkeley. Ago 2010.

EICHENGREEN, Barry; WYPLOSZ, Charles. The Stability Pact: more than a minor nuisance? **Economic policy**, v. 13, n. 26, p. 66-113, 1998.

EICHENGREEN, Barry. Is Europe an Optimum Currency Area? In: **EUROPEAN ECONOMIC INTEGRATION AND EXTERNAL RELATIONS**, 1991. p. 1-38. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w3579.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

EICHENGREEN, Barry. European Monetary Integration with Benefit of Hindsight. **Journal Of Common Market Studies**, v. 50, p.123-136, 2012.

FEENSTRA, Robert C.; TAYLOR, Alan M. **International Economics**. Worth Publishers, New York. 2011.

FELD, Lars P. et al. Divergence of liability and control as the source of over-indebtedness and moral hazard in the European Monetary Union. In: **The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions**. CEPR Press, London, 2015

FELDSTEIN, Martin. The political economy of the European Economic and Monetary Union: Political sources of an economic liability. **Journal of Economic Perspectives**, v. 11, n. 4, p. 23-42, 1997.

FERRARI, Fernando F.; DE PAULA, Luiz F. Será consistente a proposta de criação de uma União Monetária no Mercosul? **Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 2, p. 174-182, 2002.

FRANKEL, Jeffrey A.; ROSE, Andrew K. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. **The Economic Journal**. v. 108, n. 449, p.1009-1025, jul. 1998.

FRIEDMAN, Milton. The case for flexible exchange rates. In: **Essays in Positive Economics**. University of Chicago Press, Chicago, pp. 157–203. 1953

**FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL**. 2018. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Data>>. Último acesso em: 30 out. 2018.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Ireland: Lessons from Its Recovery from the Bank-Sovereign Loop. **International Monetary Fund**. European Department, Washington DC, 2015.

GOODHART, Charles AE. The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. **European Journal of Political Economy**, v. 14, n. 3, p. 407-432, 1998.

GROS, Daniel. Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis? **CEPS**. Policy Brief No. 266. 2012. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2060118>>. Acesso em 05 out. 2018

JONUNG, Lars; DREA, Eoin. The euro: It can't happen. It's a bad idea. It won't last. US economists on the EMU, 1989 - 2002. 2009. **European Commission**. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication16345\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication16345_en.pdf)>. Acesso em: 20 maio 2018. Jonung, Lars, and Eoin Drea. "It can't happen, it's a bad idea, it won't last: us economists on the emu and the Euro, 1989-2002." *Econ Journal Watch* 7.1 (2010): 4-52.

KANG, Yoo-Duk. Policy Responses of the ECB in Managing the Euro Crisis and its Evolutionary Role. **KIEP Research Paper**. 2015. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2770356](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2770356)>. Acesso em: 03 set. 2018.

KENEN, Peter. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. In: MUNDELL, Robert; SWOBODA, Alexander. **Monetary Problems of the International Economy**. Chicago: The University Of Chicago Press, p. 41-60. 1969.

KEYNES, John M. The general theory of employment. *The quarterly journal of economics*, v. 51, n. 2, p. 209-223, 1937.

KRUGMAN, Paul. Lessons of Massachusetts for EMU. In: GIAVAZZI, Francesco; TORRES, F.. **The Transition to Economic and Monetary Union in Europe**. 1993. Cambridge: Cambridge University Press., p. 241-261

KRUGMAN, Paul. Revenge of the Optimum Currency Area. In: NBER. **Macroeconomics Annual 2013**. Chicago: University Of Chicago Press. p. 439-448.

KUENZEL, Robert; RUSCHER, Eric. The Future of EMU. **General Economic and Financial Affairs (ECFIN)** Economic Brief. Issue 22. Abril 2013

LANE, Philip R. The European sovereign debt crisis. **Journal of Economic Perspectives**, v. 26, n. 3, p. 49-68, 2012.

LEWIS, Michael. **A jogada do século: os bastidores do colapso financeiro de 2008**. Editora Best Bussiness. Rio de Janeiro. 2010.

MAES, Ivo. Optimum Currency Area Theory and European Monetary Integration. **Tijdschrift voor Economie en Management**, v. 37, n. 2, p. 137-152, 1992.

MCKINNON, Ronald I. Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II. **Journal Of Common Market Studies**. v. 42, n. 4, p.689-715, 20 out. 2004.

MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy: The Lessons for Industry, Finance and Government*. Yale University Press.1986.

MISHKIN, Frederick S. Over the Cliff: From the subprime to the Global Finance Crisis **Journal of Economic Perspectives**. Vol. 25, No. 1. 2011.

MONGELLI, Francesco. P. "New" Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU telling us, **ECB Working Paper Series**, Working Paper No.138. 2002

MONGELLI, Francesco P. European economic and monetary integration and the optimum currency area theory. 2008. **General Economic and Financial Affairs (ECFIN)**. Economic Papers 302. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication12081\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12081_en.pdf)>. Acesso em: 20 maio 2018.

MONGELLI, Francesco P.; WYPLOSZ, Charles. Unfulfilled threats and unexpected challenges. In: ECB CENTRAL BANKING CONFERENCE, 5., 2008, Frankfurt Am Main. **The Euro at ten: ECB**, v. 5, p. 24-57. 2009. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euroattenen2009en.pdf>>. Acesso em: 28 maio 2018.

MUNDELL, Robert A. A Theory of Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**. set. 1961 v. 51, n. 4, p.657-665,. Disponível em: <[http://www.experimentalforschung.econ.uni-muenchen.de/studium/veranstaltungsarchiv/sq2/mundell\\_aer19](http://www.experimentalforschung.econ.uni-muenchen.de/studium/veranstaltungsarchiv/sq2/mundell_aer19)>. Acesso em: 28 mar. 2018.

MCKINNON, Ronald I. Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**. v. 53, n. 4, p.717-725. Set 1963. Disponível em: <[http://www.experimentalforschung.econ.uni-muenchen.de/studium/veranstaltungsarchiv/sq2/mckinnon\\_aer1963.pdf](http://www.experimentalforschung.econ.uni-muenchen.de/studium/veranstaltungsarchiv/sq2/mckinnon_aer1963.pdf)>. Acesso em: 20 mar. 2018

OBSTFELD, Maurice; COOPER, Richard N.; KRUGMAN, Paul R. Floating exchange rates: experience and prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2, p. 369-464, 1985.

Ocampo, Jose A. La cooperación financiera regional: experiencias y desafíos. In: OCAMPO, José A. (Comp.) **Cooperación financiera regional**. Capítulo I, p. 13-55, 2006.

OCDE, 2018. Disponível em: <<https://data.oecd.org/>>. Último acesso em: 15 set. 2018.

PAGANO, Marco. Fiscal crisis, contagion, and the future of euro. **VoxEU (org.)**. 2010. Disponível em: <<https://voxeu.org/article/understanding-eurozone-crisis>>. Acesso em: 27 set. 2018.

PALLEY, Thomas I. Europe's crisis without end: The consequences of neoliberalism run amok. **IMK Working Paper, No. 111**, 2013. Institut fng Paper, No. 111. Disponível em: <<http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-201403118187>>. Acesso em: 25 set. 2018.

PISANI-FERRY, Jean. The Euro Crisis and the New Impossible Trinity. 2012. **BRUEGEL POLICY CONTRIBUTION**. Disponível em: <<http://bruegel.org/2012/01/the-euro-crisis-and-the-new-impossible-trinity-2/>>. Acesso em: 15 maio 2018.

ROMER, David. What have we learned about fiscal policy from the crisis? In: In the wake of the crisis: **Leading economists reassess economic policy**. 2011. p. 57-66.

SARRIERA, Javier Morales; CUNHA, André Moreira; BICHARA, Julimar da Silva. Moeda Única no Mercosul: uma análise da simetria a choques para o período 1995-2007. **Revista Anpec**, Brasília. v. 11, n. 2, p. 465-491, 2010.

STIGLITZ, Joseph E. The Financial Crisis of 2007/2008 and its Macroeconomic Consequences. **Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series**. 2009.

STIGLITZ, Joseph E. The problem with Europe is the euro. In: **The Guardian**. 10 de agosto de 2016. Disponível em: <<https://www.theguardian.com/business/2016/aug/10/joseph-stiglitz-the-problem-with-europe-is-the-euro>>. Acesso em: 12 out. 2018.

THIMANN, Christian. The Microeconomic Dimensions of the Eurozone Crisis and Why European Politics Cannot Solve Them. **Journal of Economic Perspectives**, v. 29, n. 3, 2015.

TOUSSAINT, Éric. Contradicciones Centro/Periferia em la Unión Europea y la crisis del Euro. **OBELA**. 2013.

TRAN, Mark. EU ministers 'should have punished France and Germany over deficits'. **The Guardian**. 13 de julho de 2004. Disponível em: <<https://www.theguardian.com/business/2004/jul/13/theeuro.eu>>. Acesso em: 29 jun. 2018.

TREASURY, Her Majesty's. UK Membership of the Single Currency: An assessment of the five economic tests. **HM Treasury**. London. 2003. Disponível em: <<http://people.ds.cam.ac.uk/mb65/library/h-m-treasury-2003a.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2018.

UNCTAD. Trade and Development Board. Sixty-fourth session. **Anais...** Genevra, 2017. Documento eletrônico. Disponível em: <<https://unctad.org/en/Pages/MeetingDetails.aspx?meetingid=1278>>. Acesso em: 28 maio 2018.

UNCTAD. **World Investment Report: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development**. 17. ed. Genebra. 2007.

UNIÃO EUROPEIA. **The economic adjustment programme for Ireland**. Occasional Papers 76. Brussels. 2011.

UNIÃO EUROPEIA. **The economic adjustment programme for Portugal**. Economy Papers, Occasional Papers, 79. Brussels. 2011.

UNIÃO EUROPEIA. **A união econômica e monetária e o Euro**. Brussels. 2015.

WEARDEN, Graeme. Greece debt crisis: timeline. **The Guardian**, 5 maio 2010. Disponível em: <<https://www.theguardian.com/business/2010/may/05/greece-debt-crisis-timeline>>. Acesso em: 13 set. 2018.

WOLF, Martin. Exchange rate arrangements: The strange case of Spain and the UK. In: **RETHINKING MACRO POLICY II: FIRST STEPS AND EARLY LESSONS**. Washington DC. p. 1-12. 2013 Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/pdf/mw.pdf>>. Acesso em: 02 maio 2018

WOLF, Martin. Germans are wrong: The Eurozone is good for them. In: **Financial Times**. 6 de setembro de 2010. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/195dfa18-bab2-11df-b73d-00144feab49a>>. Acesso em: 14 out. 2018.

WYPLOSZ, Charles. Eurozone reform: Not yet fiscal discipline, but a good start. **VoxEU (org)**. 2010. Disponível em: <<https://voxeu.org/article/eurozone-reform-not-yet-fiscal-discipline-good-start>>. Acesso em: 29 set. 2018.

WYPLOSZ, Charles. **Europe's quest for fiscal discipline**. Directorate General Economic and Financial Affairs (ECFIN), European Commission, 2013.