

FACULDADE DAMAS DA INSTRUÇÃO CRISTÃ  
RELAÇÕES INTERNACIONAIS

MARLUSA FERREIRA SALES DE AQUINO

**A CRISE DE 2008 NA GRÉCIA**  
UMA ANÁLISE DOS FATORES QUE MINARAM A SOBERANIA MONETÁRIA  
GREGA NO ÂMBITO DA ZONA DO EURO

RECIFE

2019

**A CRISE DE 2008 NA GRÉCIA**  
UMA ANÁLISE DA DOS FATORES QUE MINARAM A SOBERANIA  
MONETÁRIA GREGA NO ÂMBITO DA ZONA DO EURO

MARLUSA FERREIRA SALES DE AQUINO

Trabalho de Conclusão de Curso submetido à Faculdade Damas da Instrução Cristã como parte dos requisitos necessários para a obtenção do Grau de Bacharel em Relações Internacionais. Sob a orientação do Professor Bianor Teodósio.

RECIFE  
2019

Catálogo na fonte  
Bibliotecário Ricardo Luiz Lopes CRB-4/2116

A657c Aquino, Marlusa Ferreira Sales de.  
A crise de 2008 na Grécia: uma análise dos fatores que minaram a soberania monetária grega no âmbito da Zona do Euro / Marlusa Ferreira Sales de Aquino. – Recife, 2019.  
47. f. : il. color.

Orientador: Prof. Dr. Bianor da Silva Teodósio Neto.  
Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia – Relações Internacionais) – Faculdade Damas da Instrução Cristã, 2019.  
Inclui bibliografia.

1. Grécia. 2. Crise de 2008. 3. Soberania. 4. Zona do Euro. 5. Assimetrias. 6. Títulos de governo. I. Teodósio Neto, Bianor da Silva. II. Faculdade Damas da Instrução Cristã. III. Título.

327 CDU (22. ed.)

FADIC (2019.2-414)

FACULDADE DAMAS DA INSTRUÇÃO CRISTÃ  
CURSO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS  
MARLUSA FERREIRA SALES DE AQUINO

**A CRISE DE 2008 NA GRÉCIA:  
UMA ANÁLISE DOS FATORES QUE MINARAM A SOBERANIA  
MONETÁRIA GREGA NO ÂMBITO DA ZONA DO EURO**

Trabalho de Conclusão de Curso submetido à Faculdade Damas da Instrução Cristã como parte dos requisitos necessários para a obtenção do Grau de Bacharel em Relações Internacionais. Sob a orientação do Professor Bianor Teodósio.

Aprovada em 3 de dezembro de 2019

**BANCA EXAMINADORA**

---

Joyce Helena Ferreira da Silva, professora, Faculdade Damas da Instituição Cristã

---

Rodolfo Ramirez Soto, professor, Faculdade Damas da Instituição Cristã

---

Orientador Bianor da Silva Teodósio Neto, professor, Faculdade Damas da Instituição Cristã

RECIFE

2019

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço de todo o coração aos meus pais, que sempre acreditaram em mim e me deram todo suporte necessário para que eu concluísse essa etapa da minha vida, eu os amo muito, à minha família, em especial à minha avó Lourdes que me alimentou bastante durante a construção desse trabalho, às minhas gatas que me fazem muita companhia e trazem muita alegria. Aos meus amigos maravilhosos da faculdade (Anderson, Duda, Eugênia, Igor, Jéssica, Natália, Tathy e Wanessa) por fazerem esse período se tornar uma parte tão linda e especial da minha vida, por toda a companhia, por todos os momentos que ficaram tão leves por causa de vocês; agradeço aos meus amigos de antes da Faculdade Damas pela paciência e suporte durante a realização desse trabalho e, claro, pelo amor de sempre (Juliana, Karine, Lari, Manu, Mona e Renata), pelas amigas/sisters desse mundão, as sisters que eu hospedei (Nadine, Natalia) e que as eu conheci durante minha trajetória; agradeço à minha família Hachi Machine, que colocou música e dança na minha vida durante todos esses anos, obrigada pelo suporte, compreensão, amizade e amor. Agradeço a Ricardo e Rosalía por tantos ensinamentos bons e pelas meditações. Agradeço à faculdade Damas, aos funcionários, aos professores que colaboraram para que meus horizontes fossem expandidos, obrigada por ajudarem a construir a pessoa que me tornei, vocês são muito especiais. Obrigada ao meu orientador, Bianor Teodósio, e aos professores Joyce Helena e Rodolfo Ramirez, por me guiarem na construção deste trabalho tão importante, muito obrigada pela atenção e pela dedicação. Agradeço ao Ministério das Relações Exteriores, meus chefes e meus amigos, por todo aprendizado e companhia durante meu período de estágio. Agradeço a Deus por me proporcionar esse curso maravilhoso na faculdade Damas e por todas as oportunidades, pelo cuidado e amor.

Agradeço a todos os envolvidos durante esses quatro anos e meio de faculdade e desejo tudo de maravilhoso na vida de todos, muitas viagens e felicidade, obrigada por adicionarem um pouco, ou muito, da presença de vocês nesse período: foi o que tornou tudo tão especial. Sou muito grata por tudo que eu pude aprender, pelo quanto que eu pude crescer e pela oportunidade de viver momentos tão lindos e com vários desafios junto de tantas pessoas maravilhosas.

Avante!

## RESUMO

A presente monografia tem o objetivo de analisar o que enfraqueceu a soberania monetária grega durante a crise de 2008, trazendo não só as causas fiscais e o problema deficitário grego, mas especialmente o que tem por trás disso, ou seja, toda a questão de autonomia ou a escassez desse ponto. Eventos como os Jogos Olímpicos que aconteceu em Atenas em 2004 e a entrada da Grécia para a zona do euro trouxeram inicialmente muitas vantagens e crescimento econômico para o país, porém o perfil de desenvolvimento econômico grego não colaborou para que o crescimento fosse sustentável, e, além disso, o país está inserido em um contexto hierárquico, dentro da zona do euro, que ao ser comparado com a maioria dos demais membros se percebe que não está no topo, e não é um país tão atraente para se investir e assim poder se desenvolver mais facilmente. A crise que eclodiu em 2008 mostrou fraquezas das políticas monetárias da União Econômica e Monetária da União Europeia, pois seus Estados-membros possuem diferentes níveis de credibilidade nos mercados financeiros, o que pode fazer com que os países, por mais que sejam regidos pelas mesmas políticas monetárias, tenham resultados econômicos diferentes em meio à crise, principalmente em relação aos títulos de governo.

Palavras-Chave: Grécia, Crise de 2008, Soberania, Zona do Euro, assimetrias, títulos de governo.

## **ABSTRACT**

The present monograph aims to analyze what weakened Greek monetary sovereignty during the 2008 crisis, bringing not only the fiscal causes and the Greek deficit problem, but especially what is behind it, that is, the whole issue of autonomy, or the scarcity of that point. Events such as the 2004 Olympic Games in Athens and Greece's entry into the eurozone initially brought many advantages and economic growth for the country, but the Greek economic development profile did not contribute to a sustainable growth. Furthermore, the country is embedded in a hierarchical context within the eurozone, which when compared to most other members, it is perceived that it is not at the top, and is not such an attractive country to invest in and so to develop more easily. The crisis that erupted in 2008 showed weaknesses in the monetary policies of the European Union's Economic and Monetary Union, as its member states have different levels of credibility in the financial markets, which can make the countries that are governed by the same monetary policies have different results during the crisis, especially regarding the government bonds.

Keywords: Greece, 2008 Crisis, Sovereignty, Eurozone, asymmetries, government bonds.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	1
2. ECONOMIA GREGA E A CHEGADA DA CRISE.....	3
2.1 A GRÉCIA ANTES DO EURO .....	3
2.2 ENTRADA NA ZONA DO EURO .....	4
2.3 DO CRESCIMENTO AO ENFRAQUECIMENTO ECONÔMICO.....	5
2.3.1 <i>Crescimento econômico</i> .....	6
2.3.2 <i>Enfraquecimento grego</i> .....	9
2.4 PROGRAMA DE DE AJUSTE ECONÔMICO E REPERCUSSÃO DA CRISE INTERNAMENTE .....	13
3. UNIÃO EUROPEIA .....	18
3.1 BANCO CENTRAL EUROPEU .....	19
3.1.1 <i>Independência do Banco Central Europeu na União Econômica e Monetária</i> .....	20
3.2 MANIPULAÇÃO DAS ESTATÍSTICAS GREGAS E OS IMPACTOS DA CRISE NA UNIÃO EUROPEIA .....	22
4. FATORES QUE MINARAM A SOBERANIA MONETÁRIA GREGA.....	26
4.1 ASSIMETRIAS E COMPETITIVIDADE .....	27
4.2 TÍTULOS .....	30
4.2.1 <i>Fuga para a qualidade</i> .....	33
4.2.2 <i>Pacotes</i> .....	36
CONCLUSÃO .....	41
BIBLIOGRAFIA.....	44



## 1. INTRODUÇÃO

Estado e soberania são duas palavras muito utilizadas no plano interno e no internacional, porém nos séculos passados a ideia de soberania era fortemente conectada ao Estado, e hoje com o fenômeno da globalização faz com que essa ligação se mostre mais sutil. Há intervenções em relação aos Direitos Humanos, que fazem com que se abram exceções em relação ao exercício da soberania de um Estado, grandes empresas multinacionais, e organizações internacionais e regionais que vêm se fortalecendo e se destacando cada vez mais; é um exemplo o que acontece na União Europeia com a integração supranacional e depois com a união monetária da Zona do Euro. A maioria dos Estados está sujeita atualmente a muitas limitações legais no que tange ao exercício de seus poderes soberanos no campo do dinheiro, notadamente a constrangimentos oriundos de participação no Fundo Monetário Internacional (FMI) ou, no nível regional, de uma união monetária (CLAUS ZIMMERMANN, 2013).

Baseando-se na União Europeia, a perspectiva neofuncionalista prevê que os passos iniciais dados em setores da economia levariam, via *spillover*, a uma futura coordenação de políticas (HAAS, 1964). Isso levou à ideia que o autor Monnet chama de *savatt progressivité*, que começou com o controle de uma fonte estratégica (nesse caso sendo o carvão e o aço) que gradualmente foi se espalhando para os outros setores da economia (MONNET, 1976), no presente trabalho será analisado principalmente o que diz respeito à políticas que constroem a soberania monetária e, mais particularmente, o caso da Grécia e suas limitações devido a crise de 2008. Também se pode ver essa integração por uma ótica de *realpolitik*, se levar em conta que a unificação europeia representa uma quebra na balança de poder anterior, ao mesmo tempo refletindo os interesses dos países mais fortes da Europa para eles ganharem força e colocar as instituições presentes na União Europeia para exercer sua influência (KEOHANE, 1993).

Na evolução da integração na Europa Ocidental, os Estados Nacionais, especialmente os mais fortes, jamais perderam o protagonismo político, ainda que algumas instituições com poderes supranacionais tenham sido criadas (BEM e JUBRAN, 2015). O que acontece no caso da Grécia é que ao fazer parte da zona do euro, uma integração de natureza supranacional, ela e os demais membros renunciam de parte de sua soberania, especialmente a monetária. Porém, com a crise que eclodiu em 2008, alimentada pelas políticas assimétricas entre os membros dessa integração, muito mais de sua soberania foi

afetada. Países como a Alemanha, que participa da mesma união monetária, não foram tão afetados quanto a Grécia, que em troca das ajudas em forma de pacotes de resgate por parte da União Europeia e do Fundo Monetário Internacional (grupo de credores conhecido por Troika), precisou adotar medidas políticas internamente que na verdade eram impostas de acordo com Estados terceiros, como se o motivo da crise ser tão intensa em tal país fosse culpa exclusivamente desse país, sem levar em conta o contexto hierárquico em que ele está inserido.

Devido à crise de 2008 muitos questionamentos foram levantados em relação a soberania da Grécia, então é interessante saber o porquê a Grécia sofreu tanto o impacto da crise, enquanto outros países do bloco, como a Alemanha, não tiveram tanta desvantagem. É interessante notar que existe uma hierarquia dentro deste sistema monetário que determina o fluxo de capitais no cenário internacional, então os países periféricos têm mais dificuldades de conseguir recursos para se estabilizar em cenários adversos. Depois de um período difícil que a zona do euro como um todo passou, é importante observar quais foram as circunstâncias e os fatores que levaram a soberania grega a se fragilizar mais do que a de todos os outros Estados-Membros.

Neste trabalho será analisado quais foram os fatores que minaram a soberania monetária grega, pois além da questão fiscal que prejudicou a autonomia monetária do país desde antes de 2001, há as questões acerca das assimetrias e credibilidade dos Estados pertencentes à zona do euro. Serão estudadas as políticas do Banco Central Europeu e qual sua influência na crise soberana grega, o porquê de que a Grécia enfrentou tantas desvantagens e fuga de capital, enquanto outros países do arranjo até obtiveram ganhos e aumento de competitividade, mesmo quando tais países utilizam a mesma moeda, ou seja, estão sob as mesmas políticas monetárias.

O projeto se trata de uma pesquisa bibliográfica, de natureza exploratória, elaborada a partir de materiais preexistentes e disponibilizados ao acesso de terceiros, no qual serão avaliados dados qualitativos e estimativas quantitativas. Este objeto de pesquisa contará majoritariamente com a análise de livros, artigos, publicações em jornais e sites oficiais de autoridades estatais trazendo fatos para que seja possível uma maior e mais fácil compreensão da temática de estudo abordada.

## 2. ECONOMIA GREGA E A CHEGADA DA CRISE

A economia grega experimentou um boom significativo entre 1999 e 2007, com o PIB real per capita crescendo 34%, seguido por uma depressão sustentada, com o PIB real per capita contraindo 25% entre 2007 e 2016. A magnitude e duração da depressão e o ajuste fiscal resultante não tem precedentes entre as economias desenvolvidas modernas. A gravidade é atípica mesmo entre economias que experimentam paradas bruscas, padrões soberanos ou ciclos de alavancagem (GOURINCHAS, PHILIPPON E VAYANOS, 2016).

Este capítulo consistirá principalmente na observação de primeiro nível, ou seja, será analisada a economia da Grécia antes da entrada na Zona do Euro e após, e o que trouxe crescimento e o que desestabilizou a sua economia. Haverá um foco na questão da economia monetária grega, seguida de uma investigação de como as instituições, principalmente financeiras, na Grécia começaram a enfraquecer antes da crise (onde anteriormente havia acontecido um crescimento devido à incorporação do euro) até durante o período da crise em si, de 2008 a 2015. Será estudada, por fim, a repercussão da crise dentro da Grécia, com as imposições sofridas junto com os pacotes de austeridade.

### 2.1 A GRÉCIA ANTES DO EURO

Antes da aceitação na zona do euro em 2001, a economia da Grécia já passava por algumas complicações. Durante os anos 1980, o governo grego adotou políticas fiscais e monetárias expansionistas. Mas, em vez de fortalecer a economia, o país sofreu altas taxas de inflação, altos déficits fiscais e comerciais, baixas taxas de crescimento e várias crises cambiais.

Nesse ambiente econômico, a adesão à União Econômica e Monetária (UEM) parecia oferecer um vislumbre de esperança. A crença era de que a união monetária apoiada pelo Banco Central Europeu (BCE) poderia vir a reduzir a inflação, ajudando a diminuir as taxas de juros nominais, incentivando assim o investimento privado e estimulando o crescimento econômico (JOHNSTON, 2019). Além disso, a moeda única eliminaria muitos custos de transação, deixando mais dinheiro para o déficit e a redução da dívida.

No entanto, a aceitação na zona do euro era condicional e, de todos os países membros da União Europeia (UE), a Grécia precisava do ajuste mais estrutural para cumprir as diretrizes do Tratado de Maastricht de 1992. O tratado limita os déficits do governo a 3% do

PIB e a dívida pública a 60% do PIB. Durante o resto da década de 1990, a Grécia tentou obter sua casa fiscal para atender a esses critérios.

Entre os anos de 2001 e 2006, antes da eclosão da crise, o crescimento da economia grega foi relativamente maior do que o da grande maioria dos países da União Europeia. Antes de se atingir pela crise, a maior parte do capital fixo bruto da economia grega estava no setor de construção <sup>1</sup> (média de 82% do total) e em equipamentos de baixa tecnologia (média de 10% do total). Como resultado, o crescimento da economia grega foi principalmente apoiado nos ramos tradicionais da economia e menos complexos (TIMMER et al., 2003, p1).

## 2.2 ENTRADA NA ZONA EURO

A aceitação da Grécia na zona do euro teve um significado simbólico, pois muitos bancos e investidores acreditavam que a moeda única apagava as diferenças entre os países europeus. De repente, a Grécia foi vista como um local seguro para investir, o que reduziu significativamente as taxas de juros que o governo grego era obrigado a pagar (JOHNSTON, 2019). Na maior parte da década de 2000, as taxas de juros enfrentadas pela Grécia foram semelhantes às enfrentadas pela Alemanha.

Essas taxas de juros mais baixas permitiram que a Grécia emprestasse a uma taxa muito mais barata do que antes de 2001, alimentando um aumento nos gastos. Enquanto ajudava a estimular o crescimento econômico por vários anos, o país ainda não havia lidado com seus problemas fiscais profundamente arraigados. Embora a Grécia tenha sido aceita na UEM em 2001, o fez sob pretextos falsos, pois seu déficit e dívida não estavam nem perto dos limites de Maastricht. Em 2004, o governo grego admitiu abertamente que seus valores orçamentários haviam sido adulterados para ingressar na zona do euro. As esperanças da Grécia eram de que, apesar da entrada prematura, a adesão à UEM ajudasse a impulsionar a economia, permitindo que o país lidasse com seus problemas fiscais quando eles "entrassem".

De acordo com dados do Observatory of Economic Complexity (OEC), os maiores importadores dos produtos gregos são os países da União Europeia, especialmente Alemanha e Itália; cerca de 70% do total das exportações gregas entre os anos de 1998 e 2001, especificamente (Gráfico 1). A Grécia importa, em sua maioria, de países da União Europeia (principalmente da Alemanha e Itália), cerca de 80% no período de 1998 a 2001. A intensa importação de bens como máquinas, carros, roupas e metais e suas exportações limitadas

---

<sup>1</sup> Não inclui construção de casas.

colaborou com o crescimento do seu déficit. A economia grega mostrou desequilíbrios internos e externos apresentados internacionalmente e o saldo de bens e serviços continuou a se deteriorar, assim como o investimento do líquido.

**Gráfico 1: Balança comercial grega**



Fonte: OEC. Exportação em azul e importação em vermelho.

### 2.3 DO CRESCIMENTO AO ENFRAQUECIMENTO ECONÔMICO

Alguns desenvolvimentos na Grécia, de meados dos anos 90 até a eclosão da crise, trouxeram fortes taxas de crescimento para o país, e coincidiram com alguns eventos, como a participação na Zona do Euro, a criação de créditos competitivos e mercado financeiro, o aumento significativo na demanda externa por bens comercializados gregos durante tal *boom*, e logo depois o fato de sediar os Jogos Olímpicos (MITSOPOULOS E PELAGIDIS, 2011). A respeito de tais eventos que acabaram colaborando com o crescimento da Grécia, Mitsopoulos e Pelagidis (2011, p. 109) declaram:

O que torna o caso da Grécia único é que a criação de um mercado de crédito eficiente coincidiu com o estabelecimento da estabilidade macroeconômica que seguiu a adesão à União Monetária Europeia: em todos os outros países que experimentaram crescimento significativo de crédito na esteira da desregulamentação do setor financeiro ou da estabilização macroeconômica, esses dois eventos não aconteceram, até então, coincidido da mesma maneira como aconteceu no caso da Grécia.

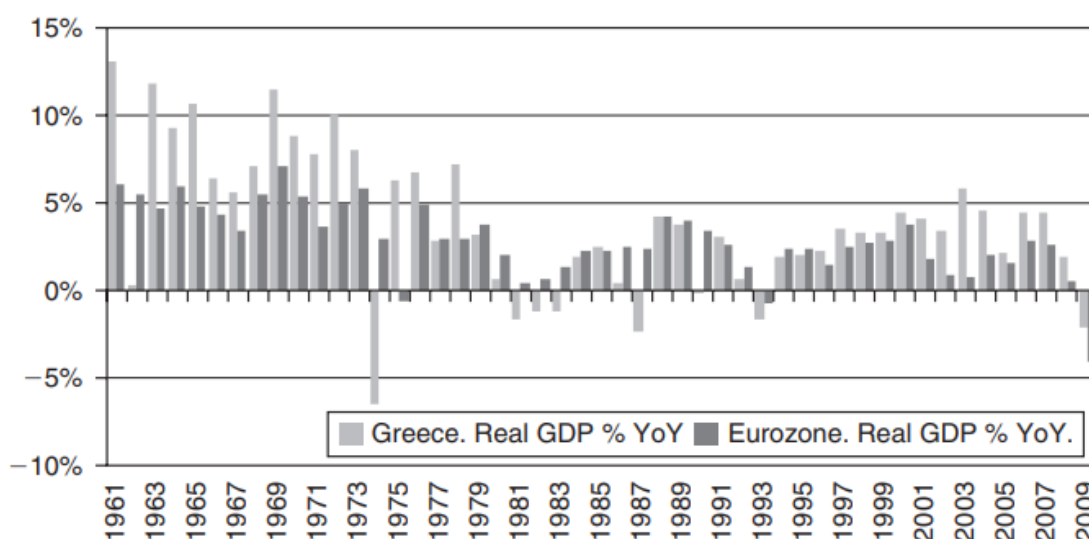
(MITSOPOULOS E PELAGIDIS, 2011, p. 109)

Porém, como percebido no século XXI, o sistema financeiro mundial está sendo caracterizado por mudanças e por uma expansão da produção monetária. A capitalização do sistema financeiro e os ativos do sistema bancário chegaram a quase cinco vezes o valor do PIB global do ano de 2007 e essa taxa de crescimento da expansão financeira foi em boa parte responsável pela crise de 2008 (PETRAKIS, 2012). Da mesma forma que houve eventos positivos que coincidiram com o crescimento da Grécia, o seu declínio significativo se deu em um período coincidente com uma queda global no transporte marítimo, o que impactou particularmente a Grécia (REICH, KARABARBOUNIS, KEKRE, 2019), além de estar num contexto de constante expansão financeira, como mencionado anteriormente.

### 2.3.1 Crescimento econômico

Entre 1993 e 2000, pela primeira vez desde o começo dos anos 80, a Grécia conseguiu alcançar e acompanhar a execução das economias de referência que fazem parte atualmente da Zona do Euro. No início dos anos 2000, quando a Europa se encontrou num contexto relativamente fraco, a Grécia até conseguiu superar a economia da Zona do Euro (Gráfico 2).

**Gráfico 2: Crescimento real do PIB na Grécia e na Europa**



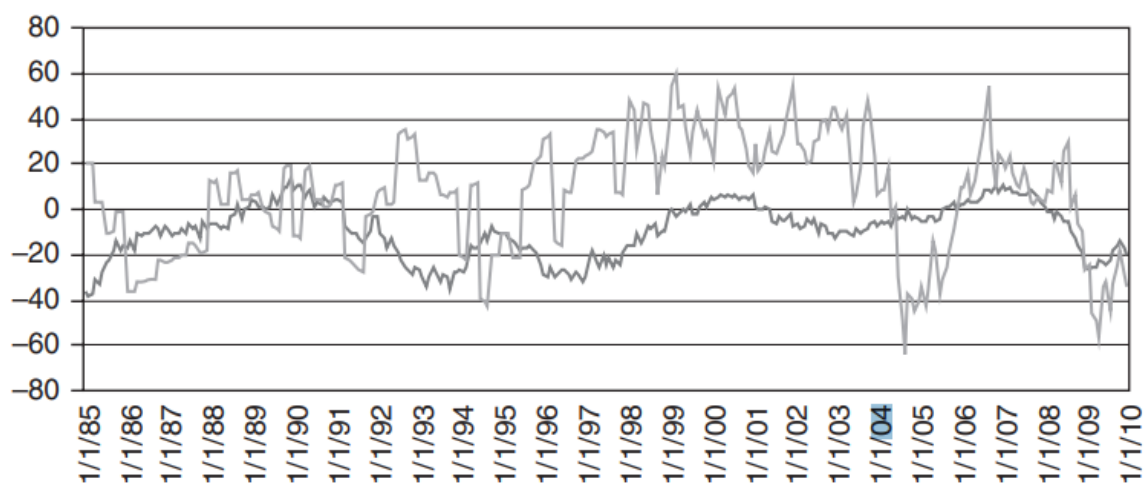
Fonte: EOCED.

No Gráfico 2 se percebe que a partir da adesão do euro em 2001 até a crise em 2008 o crescimento do PIB grego superou o crescimento do PIB da zona do euro. A economia grega conseguiu se desempenhar bem devido a alguns fatores: no começo dos anos 90 houve a

liberalização dos mercados financeiros e em seguida a adesão à União Econômica Monetária da União Europeia colaborou com um aumento do crédito privado entre os anos de 2000 e 2008. Segundo Conway e Nicoletti (2006), houve também uma melhoria, ainda que não tão boa se comparado com o nível dos outros países da OECD, na regulação dos mercados de produto, e por isso houve melhorias nas áreas que foram desreguladas, como no mercado de telecomunicação no começo dos anos 1990, e áreas como mercado de transporte e energia permaneceram regulados e não competitivos.

Outros aspectos que colaboraram para o crescimento foram os influxos do fundo da União Europeia que colaboraram com a melhora relativa à infraestrutura. E o fato dos Jogos Olímpicos terem acontecido em Atenas que colaborou com o estímulo fiscal e também com algumas facilidades de infraestrutura (MITSOPOULOS e PELAGIDIS, 2011). Durante o período próximo dos Jogos Olímpicos em Atenas, o setor de infraestrutura recebeu investimentos e isso colaborou com um efeito positivo em relação a emprego. No gráfico 3, porém se percebe que há uma queda nas expectativas de emprego na área de construção, do ano de 2004 a 2005, justamente porque os projetos referentes às Olimpíadas já estavam prontos. O impacto na economia advindo da área de infraestrutura acabou sendo significativo para a economia grega como um todo.

**Gráfico 3: Expectativas de emprego na construção. Grécia e Zona do Euro (expectativas ao longo de três meses. Indicador de confiança na construção)**



Fonte: EOCED

- Zona do Euro.
- Grécia.

A queda das expectativas do emprego na área de construção entre 2004 e 2005 aconteceu porque as obras relativas aos Jogos Olímpicos já tinham terminado, já em 2009 foi devido à crise do *subprime*.

A expansão do crédito do setor privado, a desregulamentação do mercado de serviços financeiros e a adesão à UEM complementaram a entrada dos fundos estruturais da UE. Junto a esses desenvolvimentos durante os anos anteriores à crise o investimento privado aumentou especialmente no setor de bancos e telecomunicação e tal desenvolvimento, em alguns casos, trazia desenvolvimento para infraestrutura de produção e *know-how* que colaboraram com a economia no que tange à habilidade de exportar bens e serviços.

A maneira principal de financiar a expansão do consumo na Grécia antes dos anos 1990 era por meio de gasto deficitário do governo, mas depois desse período passa a ser por meio da expansão do crédito privado. Mitsopoulos e Pelagidis (2011, p. 114) declaram:

A contribuição da estabilização das perspectivas macroeconômicas da Grécia na sequência da adesão da UEM à expansão do crédito privado foi significativa. Isso não é apenas demonstrado pela rápida queda das taxas interbancárias após 1998, que reflete também o declínio nas taxas oferecidas pelos bancos comerciais às famílias e empresas, mas também pela respectiva queda no diferencial de inflação entre a Grécia e a média da Zona do Euro durante o mesmo período.

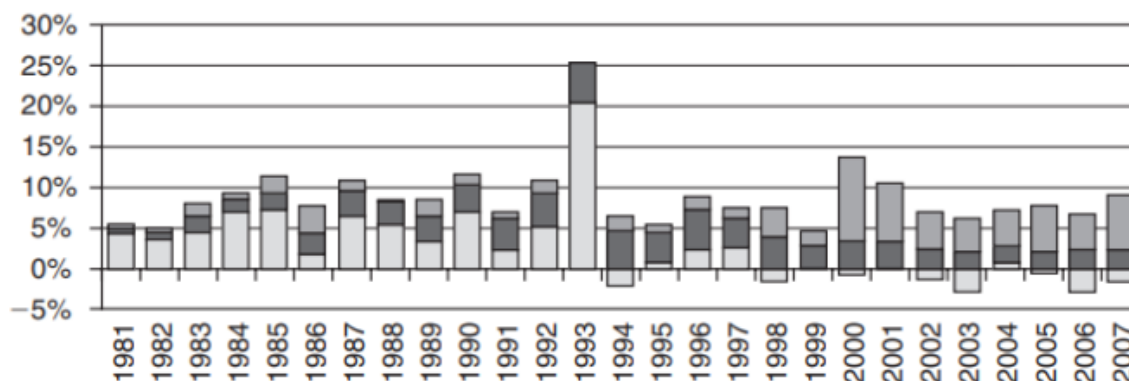
(MITSOPOULOS e PELAGIDIS, 2011, p. 114)

É interessante observar que antes da implementação das diretrizes bancárias da União Europeia na lei grega (até 1999), a economia grega era fundamentalmente sem banco. O montante total dos empréstimos emitidos pelas principais instituições financeiras não excedia 24% do PIB, porém depois da expansão dos créditos privados e todos esses eventos que aconteceram na Grécia, houve um aumento significativo no nível de financiamento emitido pelas principais instituições financeiras para famílias e empresas que chegaram a atingir mais de 80% do PIB até o final de 2008;

O investimento em infraestrutura foi amplamente financiado, ou indiretamente encorajado pelos fundos estruturais da EU (Gráfico 4). O fato de uma grande parte dos investimentos totais estar relacionada a projetos de infraestrutura e projetos que são direta ou indiretamente relacionados aos Jogos Olímpicos de 2004, faz com que a parcela investida nas áreas das tecnologias da informação e comunicação do investimento total da Grécia seja uma das mais baixas da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), como explicitado por Arnold et al. (2008) e que a parcela significativa do investimento privado foi em edifícios. Isso também se reflete no fato de que, desde o início da crise, os níveis de investimentos caíram rapidamente em relação aos altos níveis anteriores e o setor de construção e mercado imobiliário ficaram estagnados.



**Gráfico 4: Afluxos financeiros na economia da Grécia**



Fonte: EOCED

- Entradas líquidas da União Europeia como porcentagem do PIB no fim do ano.
- Mudança no crédito líquido emitido pelo setor de banco privado para empreendimento e famílias. Financiamento de ações ao longo do ano como uma porcentagem do PIB.
- Mudança no débito geral do governo como uma porcentagem do PIB. Em 1993 todas as garantias emitidas pelo governo que foram reivindicadas foram adicionadas ao débito público.

### 2.3.2 Enfraquecimento

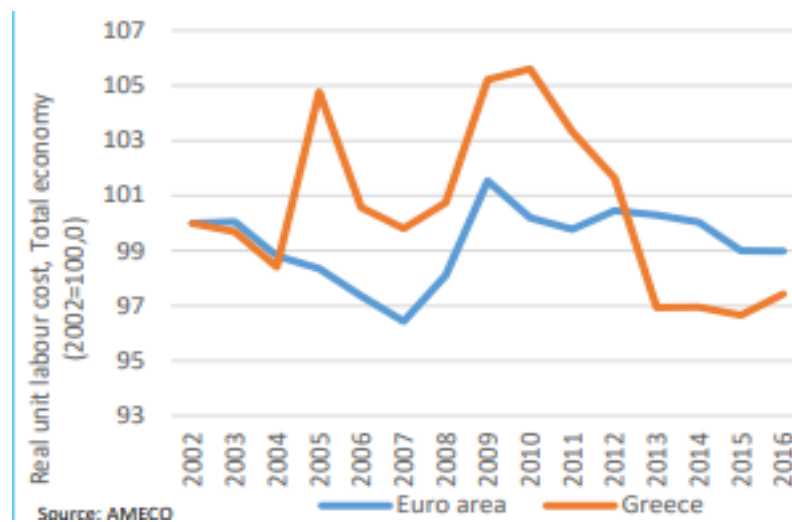
Ao passo que os países membros se integravam na UEM, era esperado que os países de renda mais baixa do continente conseguissem obter taxas de crescimento maiores em relação à média do bloco como consequência das vantagens dessa união, então assim poderiam convergir economicamente com os demais, num processo de *catching up*<sup>2</sup>.

Com o crédito de países abundantes e poupadores sendo compartilhado para os países anteriormente com maior escassez, da periferia europeia, era esperado que se fosse incentivado o investimento produtivo nessas regiões. Porém alguns países utilizaram essa vantagem para fomentar uma estratégia de crescimento focada em exportação, enquanto outros focaram em crescer via consumo. De acordo com Bem e Jubran (2015), isso acontece, pois aos países da periferia europeia ver a ampliação de crédito e suas taxas de juros convergirem com taxas como de países como a Alemanha, e isso incentivou o mercado consumidor, principalmente no varejo e na construção civil, que por sinal, o mercado imobiliário de vários países apresentou o comportamento de bolha até o começo da eclosão da crise em 2007.

<sup>2</sup> Esse processo de inflação e crescimento diferentes faz parte de um procedimento de ajuste de equilíbrio entre os países, e faz parte do processo que isso aconteça, além de ser também algo esperado (BCE apud Bibow, 2006, p. 15).

As economias que visaram crescer via exportação contiveram os custos salariais, o que consequentemente aumentou a competitividade em relação aos que não fizeram essa contenção (Gráfico 5), e a baixa competitividade dificulta o avanço estrutural da indústria, especialmente nas regiões mais “fracas” do continente (BEM e JUBRAN, 2015). Ao observar o perfil da Grécia, percebe-se que, especialmente no quesito de exportação, ela é um país com baixa competitividade, que diferente da Alemanha, não possui mão de obra altamente qualificada e, além disso, não possui um leque de produtos e instrumentos de competitividade muito abrangente.

**Gráfico 5: Valor real do custo de trabalho**



Fonte: AMECO (Só a partir de 2010 o custo de trabalho começa a diminuir)

Além do perfil de crescimento e desenvolvimento da Grécia, outros fatores minaram a competitividade grega. De acordo com Pelagidis (2011) houve um diferencial de inflação com a zona do euro, um contínuo e persistente déficit excessivo da balança comercial, e uma classificação consistente da Grécia em todas as pesquisas de competitividade, incluindo os indicadores de *Doing Business* e governança do Banco Mundial, do Índice de Competitividade do Fórum Econômico Mundial e Índice de Percepção de Corrupção da Transparency International, em um nível desproporcionalmente baixo em comparação com o PIB per capita do país. O gráfico 6 mostra a comparação da inflação grega com a da Zona do Euro, entre os anos de 1999 e 2007.

**Gráfico 6: Comparação de inflação**

Fonte: EOCED

■ Inflação na Grécia  
 ■ Zona do Euro

A alta inflação grega parece emergir como resultado da inflação da demanda, que é amplamente impulsionado pela expansão do crédito e pelas entradas dos fundos estruturais da UE, assim também como pelas entradas da indústria de turismo e transporte marítimo mercante. Esse aumento da procura não é suprido, pois não há aumento semelhante na oferta doméstica de bens e serviços. Já que as indústrias não entregam bens reais suficientes, e há mais consumidores por causa do aumento nos salários, não sobra excedente para a exportação. Ou seja, o problema de início é o baixo nível de investimento, especialmente privado.

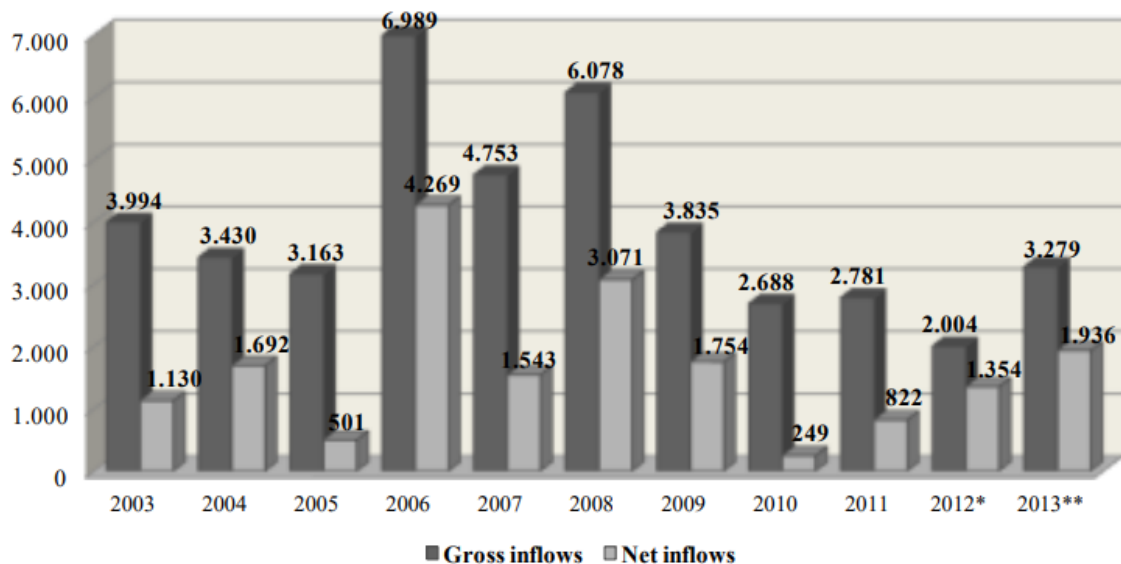
É interessante ser salientado que, no caso de serviços não comercializáveis (serviços relacionados ao turismo, que sugere a peculiaridade do caso da Grécia), o diferencial de inflação é suficiente para documentar a discrepância entre oferta e demanda. Pode-se então perceber que na Grécia a entrada do setor exportador é substituída pelas transferências da UE e a expansão do crédito interno, e o nível de preços sobe, tanto no setor de bens quanto no de serviços (GIBSON e MALLEY, 2007).

Esses indícios vêm acompanhados pela fraca competitividade da economia grega explicitada por várias pesquisas. É relevante observar que tais pesquisas medem vários indicadores, como governança e corrupção e são executadas por diferentes agências e instituições, que classificam a Grécia de uma maneira semelhante, mesmo que as metodologias empregadas sejam diferentes em vários aspectos, baseadas em medidas objetivas e subjetivas (KAUFMANN e KRAAY, 2006).

Então os índices gregos documentados pela OECD, Transparency International, as estimativas da Comissão Europeia, a pesquisa de competitividade do Fórum Econômico Mundial e os relatórios do *Doing Business* do Banco Mundial, por exemplo, concordaram que

o ônus administrativo da Grécia era bastante alto, que há um excesso de regulamentação nos mercados de produtos, que as intervenções do governo limitam a concorrência, e que decisões sobre a alocação de recursos não é eficiente, que a regulamentação do preço fixado dos serviços profissionais é alta, e o ambiente de negócios é pouco atraente, isso parece se relacionar diretamente à falta de Investimento Estrangeiro Direto (IED), onde ambientes favoráveis para negócios são mais atraentes do que o sistema fiscal para investidores. Todos esses relatórios e declarações revelam instituições fracas, e ambientes de negócios desfavoráveis que, segundo Kaufmann et al. (2005) são consequências também de uma má governança, somados com altos níveis de corrupção.

**Gráfico 6.1: Investimento Estrangeiro Direto - entradas na Grécia (em milhões de euros)**



Fonte: Enterprise greece, 2015.

As entradas de IED estão focadas em serviços, que é um setor de potencial limitado. Em relação à manufatura, os investidores se interessam principalmente por produtos químicos, máquinas, alimentos e produtos de metal, que não passaram por nenhuma alteração específica ao longo dos anos (ZAIRIS, 2016). Embora a Grécia tenha conseguido melhorar as entradas em 2006 e novamente em 2008, mostrando um tremendo aumento das entradas líquidas de IED de 501 em 2005 para 4.269 milhões de euros no ano seguinte, não conseguiu manter esses níveis altos, especialmente após a crise econômica emergir. Como resultado, as entradas sofreram um declínio. No entanto, houve uma ligeira melhora em 2012 e 2013.

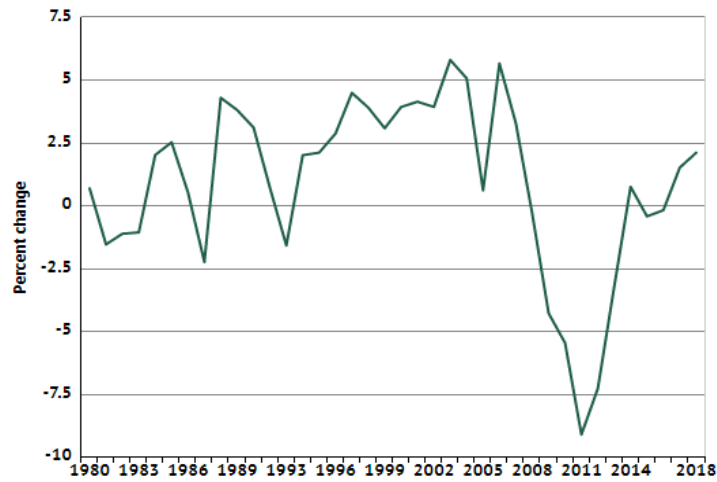
Kyrkilis et al. (2008) apontaram que o aumento nos anos anteriores não foi substancial e foi principalmente o resultado de causas circunstanciais, como a privatização de empresas locais, que não refletiram um crescimento econômico tangível ou ganhos correspondentes na competitividade do país (ZAIRIS, 2016).

Com tantas desvantagens competitivas para a Grécia é de se esperar que tais classificações afetem direta ou indiretamente o mercado de trabalho. De acordo com Bryant et al. (2001) o mercado de trabalho se mostra complexo, assim como os problemas já citados, porque o rápido crescimento contribuiu para que o país tivesse um PIB alto, mas ao mesmo tempo há o empecilho das instituições fracas e a regulação rígidas. Entre 2001 e 2007 o desempenho do mercado de trabalho melhorou consideravelmente.

A situação da população da Grécia, que vem envelhecendo, traz preocupações para com o sistema de pensão, além da baixa capacidade de empregar os jovens e, principalmente as mulheres jovens. Logo, a queda da taxa de desemprego sinaliza principalmente a melhoria da tendência no mercado de trabalho, mas não a conquista de um mercado de trabalho que funcione bem.

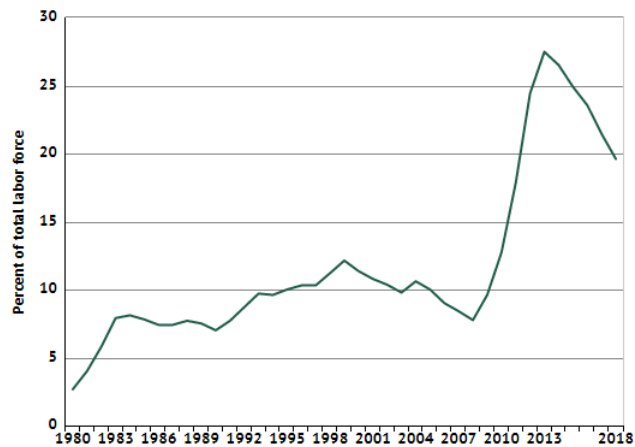
#### 2.4 PROGRAMA DE AJUSTE ECONÔMICO E REPERCUSSÃO DA CRISE INTERNAMENTE

Depois dos anos de crescimento até antes da eclosão da crise, A Grécia começou a partir de 2008 a entrar numa contínua recessão. O PIB caiu 20,4% entre 2007 e 2012, como mostra no gráfico 7, e a taxa de emprego caiu 18,5% (Gráfico 8) entre dezembro 2008 e dezembro de 2012. Desencadeada por uma crise do débito soberano que eclodiu em 2009, a partir de 2010 foi implementada na Grécia, vários pacotes de austeridade, em maio de 2010 foi concedido ao país ajuda financeira pelos outros membros da Zona do Euro e pelo FMI em troca da rígida implementação do Programa de Ajuste Econômico (PAE) (Gráficos 9 e 10), tais pacotes de ajuda econômica, atrelados a compromissos de política econômica fere a soberania do país e agrava a recessão. Os três programas de ajuste econômico para a Grécia foram acordados pelo governo grego e pela *troika* (EU, BCE, FMI), seus credores, como forma para salvar o país da crise grega (KARAMESSINI, 2014).

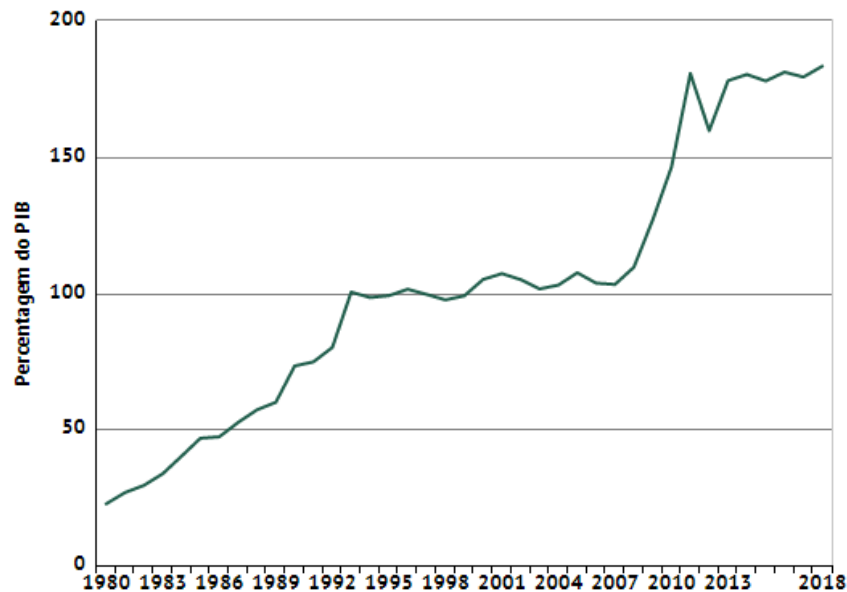
**Gráfico 7: Crescimento real do PIB da Grécia**

Fonte: IMF: World Economic Outlook (WEO) Database, abril de 2019.

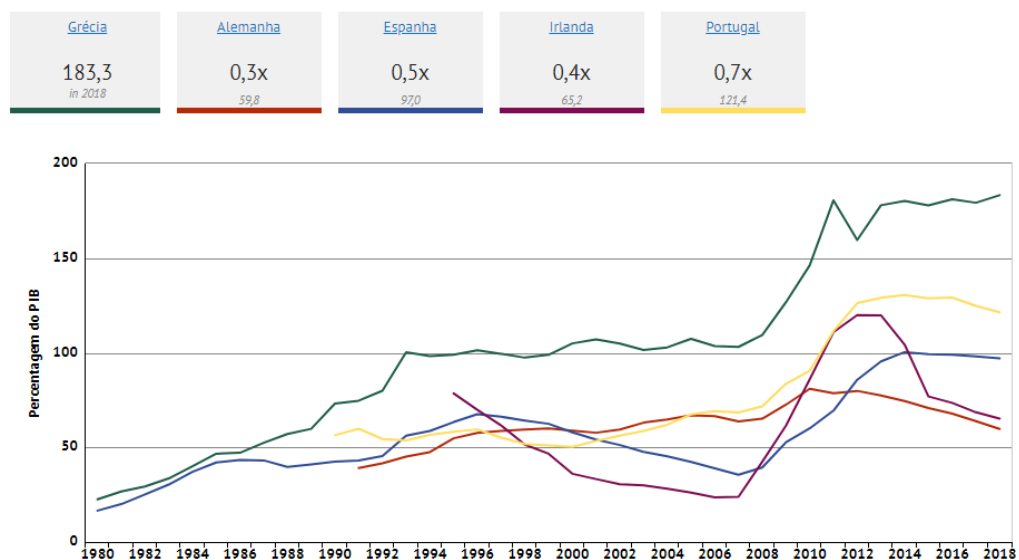
O gráfico acima mostra a queda brusca no crescimento do PIB grego a partir de 2007, com seu recorde negativo, no período, em 2011 com o crescimento freando em quase -10%.

**Gráfico 8: taxa de desemprego na Grécia**

Fonte: IMF: World Economic Outlook (WEO) Database, abril de 2019.

**Gráfico 9: Dívida pública grega**

Fonte: Fonte: IMF: World Economic Outlook (WEO) Database, abril de 2019.

**Gráfico 10: Dívida pública grega comparada com a Alemanha, Espanha, Irlanda e Portugal**

Fonte: Fonte: IMF: World Economic Outlook (WEO) Database, abril de 2019.

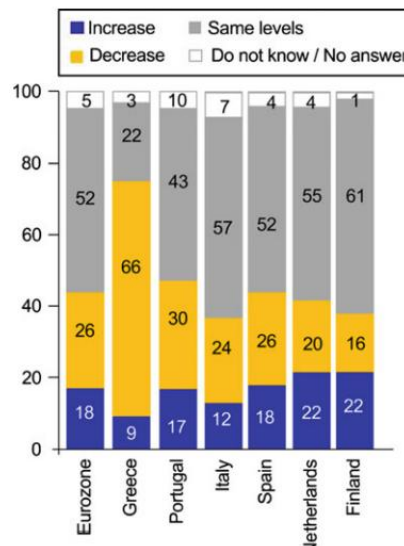
O objetivo da PAE é o ajuste fiscal, diminuir o défice do governo para abaixo de 3% de acordo com o Pacto de Crescimento e Estabilidade Europeu e restringir os custos de trabalho no setor de negócios para 15%, para assim recuperar as perdas da baixa

competitividade entre 2001 e 2009 (KARAMESSINI, 2014). O programa de consolidação fiscal foi abrupto, ou seja, pedia mudanças profundas em pouco tempo: trouxe cortes rígidos nos gastos públicos, erosão do estado de bem-estar social, reduções nos salários e empregos, cortes nas pensões, aumento de taxas, e isso trouxe uma depressão na atividade econômica, e elevou a taxa de desemprego para taxas históricas, 26% em dezembro de 2012, que gerou um ciclo de austeridade, recessão e mais austeridade.

No geral avaliação da sociedade grega em relação às reformas é negativa. As reformas na economia grega no sistema de saúde e no mercado de produtos foram recebidas de uma forma levemente positiva, porém a população vê as reformas do mercado de trabalho e de sistema de seguros de forma negativa.

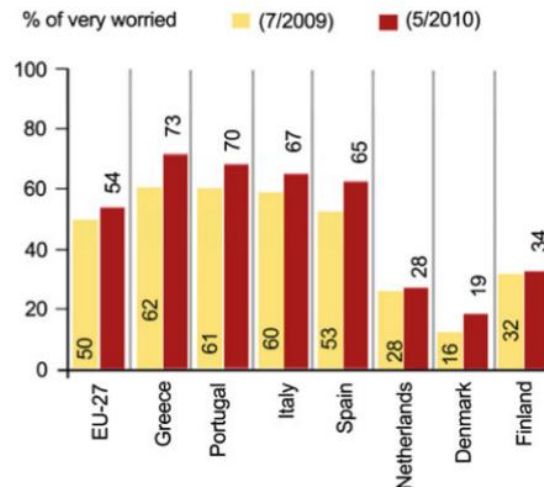
Os europeus (em setembro de 2010) acreditavam que 2010 marcaria um sério declínio na renda de suas famílias, como o gráfico 11 mostra. Com base nisso é evidente que aproximadamente 66% dos agregados familiares gregos esperavam que a sua renda diminuísse em 2010. Esse número é o dobro do de outros países. Houve também a preocupação em relação a se a renda, quando se tornarem idosos, será suficiente para viver bem. A Grécia mostra o nível de preocupação mais alto da União Europeia, explícito no gráfico 12. Esse resultado das percepções do futuro resultou no enfraquecimento da autoestima da nação.

**Gráfico 11: Expectativas relativas à renda da família (para o ano de 2010)**



Fonte: Flash Eurobarometer, 2010.



**Gráfico 12: Nível de preocupação em relação à renda na velhice**

Fonte: Flash Eurobarometer, 2010.

### 3. UNIÃO EUROPEIA

No centro da União Europeia (UE) estão os 28 Estados-Membros e seus cidadãos. A UE tem uma característica que a faz única, pois embora todos os países membros sejam soberanos e independentes, eles uniram uma parcela de sua “soberania” com a finalidade de obter força e os benefícios decorrentes do tamanho. Em outras palavras, unir a soberania significa, na prática, que os Estados-Membros delegam alguns de seus poderes de tomada de decisão para as instituições que criaram, para que as decisões sobre questões específicas de interesse comum possam ser tomadas a nível europeu.

Os objetivos principais para a criação da União Europeia logo após a Segunda Guerra Mundial era promover a reconstrução e o desenvolvimento econômico e, o que leva ao outro objetivo, a prevenção de novos conflitos na região. O primeiro passo é a promoção da cooperação econômica, baseada na ideia de que os países que comercializam uns com os outros se tornam economicamente interdependentes e, assim, mais propensos a evitarem conflitos. Porém, o que se iniciou como uma união puramente econômica evoluiu para uma organização com diferentes áreas políticas, incluindo política externa, defesa, relações externas, justiça e migração.

O processo de integração passou por várias fases e tentativas, umas não funcionaram e outras deram certo. O primeiro estágio da União Europeia aconteceu com a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA), com seis Estados membros, sendo eles a Alemanha Ocidental, Bélgica, França, Holanda, Itália e Luxemburgo. A respeito do processo da integração, Olivier Costa (2017, p. 34) diz:

Em 1955, durante a Conferência de Messina, os representantes dos seis países decidiram abandonar a integração “setorial” e ampliar a integração a toda a economia. Em 25 de março de 1957, os seis estados da CECA adotaram as propostas do comitê e assinaram os tratados de Roma, que instituíram a Comunidade Econômica Europeia (CEE) e a Comunidade Europeia da Energia Atômica (CEEA ou Euratom). A ideia da integração setorial ainda servia de inspiração para a Euratom, criada a pedido da França, mas foi parcialmente abandonada em favor da criação de um mercado comum. [...] O objetivo era gradualmente integrar a economia europeia sem prejudicar os poderes soberanos dos estados. Para isso, os seis países adotaram um tratado-quadro que definiu algumas políticas e concedeu autonomia para que as instituições integradas estabelecessem políticas adicionais. (COSTA, 2017, p. 34)

Em 1973 ocorre a primeira ampliação da Comunidade Econômica Europeia (CEE) com a entrada da Dinamarca, Irlanda e Reino Unido. No ano seguinte foi criado o Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional, mostrando que a Comunidade além de um mercado era também uma área de solidariedade financeira entre os membros.

Mais tarde, principalmente depois do colapso da União Soviética, a integração foi se amplificando e a partir do Tratado de Maastricht se originou a União Econômica e Monetária (UEM) que previa o desenvolvimento e aplicação de uma moeda única e a coordenação de políticas macroeconômicas (COSTA, 2017). Em janeiro de 1999, onze estados membros passaram a adotar uma moeda única (o euro) e, a partir daí o Banco Central Europeu (BCE) seria responsável pelas políticas monetárias desses estados membros na zona do euro, em 2019 a quantidade de Estados membros é 19.

O sistema institucional da União Europeia pode ser compreendido como um ordenamento de quatro partes: primeiramente há um poder executivo constituído pelo Conselho Europeu, que exerce um papel que pode ser considerado como de um chefe de estado coletivo e pela Comissão, que atua como um governo e administração central. Em seguida há o poder legislativo que é constituído pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho, que podem ser percebidos como a câmara baixa e câmara alta em um parlamento de dois níveis (COSTA, 2017).

Em busca de ser legítimo, os processos de tomada de decisão são supervisionados por órgãos de controle (autoridades independentes). Tais órgãos monitoram as responsabilidades e as atividades das instituições da UE e dos estados membros e são o Tribunal de Justiça e o Tribunal de Contas.

### 3.1 BANCO CENTRAL EUROPEU

Dentre os diversos agentes na União Europeia há um crucial, especialmente para a UEM, que foi previsto no Tratado de Maastricht e fundado em 1998, que é o Banco Central Europeu (BCE). O BCE define e implementa as políticas monetárias da Zona do Euro e passou a ser oficialmente uma instituição da União Europeia com o Tratado de Lisboa. O BCE visa coordenar a política monetária dos estados membros da UE e controla a política monetária de todos os estados membros que usam o euro. Seu principal objetivo é manter a estabilidade dos preços, mantendo a inflação sob controle, utilizando as taxas de juros para fazer isso, ou seja, todos os países membros da UEM necessariamente utilizarão a política monetária exclusivamente para a estabilização de preços, gerando um problema. O BCE tem

muitos dos poderes de um banco central nacional, no entanto, foram levantadas questões sobre se ele pode realmente gerenciar com êxito as demandas monetárias dos diferentes membros da zona do euro, mantendo independência deles e ao mesmo tempo controlando apenas uma vertente da política econômica (JAMES, 2006).

O BCE é chefiado por um Conselho Executivo (Conselho de Administração) composto pelo presidente, vice-presidente e quatro membros indicados pelos países da zona euro (COSTA, 2017). A tomada de decisão é liderada pelo Conselho do BCE, composto pelos membros do Conselho Executivo mais os chefes dos treze bancos centrais da zona euro. O sistema funciona com o BCE no centro, definindo a política monetária e os bancos centrais da zona do euro implementando. Os banqueiros centrais da zona do euro podem aconselhar sobre política, mas as decisões finais cabem ao BCE.

O BCE também tem relações com membros da UE não pertencentes à zona do euro através do Conselho Geral, porém, como os membros que não pertencem à zona do são quem definem sua própria política monetária, o BCE não tem a mesma influência sobre eles. O objetivo mais importante do BCE é manter preços estáveis, tentando manter a taxa de inflação abaixo ou próxima de 2%, controlando as taxas de juros (JAMES, 2006). Porém, isso pode ser considerado como fonte de vários problemas, porque as economias dos países da zona do euro são diferentes e crescem em velocidades distintas. Esse aspecto de foco na estabilização de preço é, por si só, um inibidor do crescimento, especialmente nos países mais periféricos.

### 3.1.1 Independência do Banco Central Europeu na União Econômica e Monetária

O Banco Central Europeu possui um nível de independência considerável relacionado à criação de políticas dentro da União Europeia. O Tratado de Maastricht em 1992, ou o Tratado da União Europeia, prevê que exista uma única política monetária para a UE, enquanto as políticas econômicas são de competência dos Estados-Membros individualmente, logo, esses países que não adotaram a moeda única mantêm suas próprias políticas monetárias, que devem ser coordenadas com a do BCE no Conselho Geral do BCE (SMITS, 2007).

A política monetária nesse contexto tem como um dos objetivos principais manter a estabilidade dos preços e é conduzida para toda a zona do euro. Apesar das instituições fazerem seus papéis de auxiliar, a implementação e definição da política monetária é advinda do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), ou seja, o SEBC tem um papel fundamental,

a ser exercido com total independência. Por outro lado, a política econômica continua sendo predominantemente de responsabilidade nacional, isso quer dizer que os Estados permaneceram soberanos nessa área.

Foi estabelecido um procedimento para a proibição de déficit excessivo no artigo 104.12 do Tratado de Maastricht. Embora o processo possa resultar na imposição formal de sanções contra um Estado que não cumprir com o artigo, como a imposição de uma multa, por exemplo, o resultado mais provável é uma recomendação para corrigir o déficit ou uma notificação formal para o Estado colocar sua casa fiscal em ordem. A disposição do Tratado foi elaborado em um conjunto de documentos conhecido como Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC).

A lei da Europa sobre a independência do banco central é um conjunto de regras bastante rígidas. Inspirando-se no modelo do Bundesbank, a autoridade monetária altamente independente do pós-guerra da Alemanha, e redigida com a intenção de afastar políticos de Estados-Membros que possuem menos tradição de independência dos bancos centrais de intervir na política monetária, sendo assim, o Tratado e os Estatutos proíbem influenciar aqueles encarregados de definir e implementar a política monetária da Europa; Além disso, a prerrogativa de independência se estende a todas as tarefas e deveres exercidos pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais (BCN) (SMITS, 2007).

Assim, além da política monetária, as outras tarefas "básicas" do SEBC (operações de câmbio, reservas internacionais, fiscalização do sistema de pagamentos) e suas outras tarefas (a emissão de notas de euro, a aprovação do volume da Emissão de moedas pelos Estados, a consulta sobre projeto de lei dentro de seus campos de competência, as tarefas auxiliares na área de supervisão prudencial dos bancos e estabilidade do sistema financeiro e a coleta de estatísticas) são livres de influência política, teoricamente.

Porém, assim como o BCE adverte regularmente os políticos na área de restrição orçamentária, os políticos podem expressar suas ideias sobre a abordagem correta da política monetária e da taxa de câmbio, desde que se respeite a tomada de decisão independente do BCE, levando em consideração de que qualquer pedido formal de um curso de ação específico, ou de adoção a alguma resolução, assim como o exercício de pressão através de outros meios contrariam o artigo 108 do Tratado de Maastricht (SMITS, 2007).

### 3.2 MANIPULAÇÃO DAS ESTATÍSTICAS GREGAS E OS IMPACTOS DA CRISE NA UNIÃO EUROPEIA

A criação do euro foi aceita, em boa parte, com base nos benefícios que isso traria para o comércio e o investimento, eliminando os custos da troca de moedas e facilitando a concorrência de preços. No entanto, a UEM não focou apenas em tornar os negócios mais fáceis para as empresas. O mecanismo da UEM se baseou em regras de estabilidade fiscal (PEC) que impediriam os governos de tomar empréstimos excessivos com uma moeda forte (GLENCROSS, 2013). Para atender as condições necessárias, Irlanda, Portugal e Espanha reorganizaram suas finanças públicas para reduzir a dívida total abaixo dos 60% do PIB permitido pelo Tratado de Maastricht. Já a Itália e a Grécia nunca atingiram essa meta, mas foram admitidas no euro ainda assim (LANE, 2012).

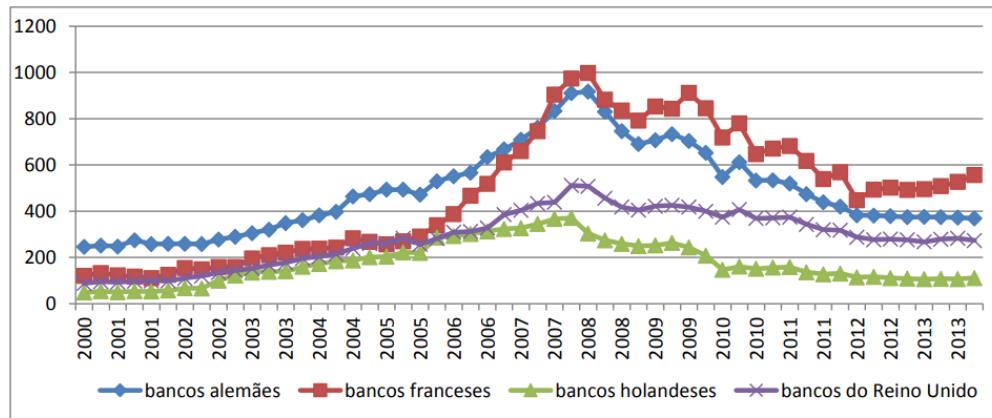
A crise da Grécia foi desencadeada no final de 2009, quando um governo grego recém-eleito revelou que seus antecessores estavam subnotificando déficits orçamentários do governo. Perguntas sobre a sustentabilidade das finanças públicas gregas corroeram a confiança dos investidores e deixaram o país fora dos mercados financeiros, quando a Grécia, como muitos outros países, estava usando políticas fiscais expansionistas para se recuperar da crise financeira global de 2008-2009. Sem acesso ao mercado de capitais, aumentava a incerteza sobre se a Grécia seria capaz de pagar sua dívida (GLENCROSS, 2013). Os investidores também começaram a examinar mais criticamente a sustentabilidade das finanças públicas em outros países da zona do euro, com a crise se espalhando para a Irlanda, Portugal e Chipre e possivelmente para a Itália e a Espanha. De maneira mais ampla, os problemas de dívida nesses países representavam uma ameaça ao sistema bancário europeu, retardavam o crescimento econômico e contribuíam para o aumento do desemprego em muitos países europeus.

A Eurostat manifestou publicamente dúvidas sobre os valores da dívida e do déficit transmitidos pelas autoridades gregas desde 2002 pelas diversas observações que teve que fazer sobre o débito e o déficit grego nos *press releases* onde esses números são publicados. As autoridades gregas transmitiram em novembro de 2002 uma notificação revisada para os anos de 2000 e 2001, publicada pela Eurostat. Essa correção levou a uma deterioração do déficit grego em 1,0% do produto interno bruto (PIB) em 2000 e 1,3% em 2001, enquanto a dívida aumentou 1,5% e 1,9% do PIB, respectivamente. Em 2004 as estatísticas gregas passaram por uma revisão minuciosa também, e em setembro do mesmo ano foi anunciado

que o déficit real do governo em 2003 era de 4,6% do PIB, e não 1,7% como havia sido inicialmente relatado. Revisões de dados dessa escala levantaram questões sobre a confiabilidade das estatísticas gregas sobre suas finanças públicas (ARISTIDIS E IOANNIS, 2013).

Antes da crise o governo grego aproveitou os custos mais baixos dos empréstimos, com a dívida do governo subindo de 68% do PIB em 1990 para mais de 100% do PIB em 2006. No entanto, o influxo de capital para a Grécia junto com a negligência na aplicação de regras relacionadas às finanças públicas não trouxeram mudanças na forma como a economia grega era administrada e não utilizaram essa oportunidade para empregar os investimentos de uma forma que poderia vir a aumentar a competitividade da economia. Em vez disso, os governos gregos usaram fundos emprestados de investidores privados para pagar os gastos do governo e compensar a baixa receita tributária, executando consistentemente déficits orçamentários nas décadas de 1990 e 2000 (GLENCROSS, 2013).

A maneira como os bancos da zona do euro agiram influenciou os fluxos de capitais dos países centrais para os países periféricos (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia, Espanha - PIIGS), entre 2000 e 2013. De acordo com o Gráfico 13, percebe-se um crescimento contínuo dos fluxos de capitais dos países centrais para os periféricos, principalmente da França e da Alemanha, até 2008. Porém depois do início das turbulências nos mercados financeiros internacionais, aconteceu uma inversão, pois os países centrais diminuíram suas exposições nos PIIGS, com destaque para os seguintes períodos: quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008; início da crise dos títulos soberanos dos PIIGS, durante o primeiro semestre de 2010; e entre o segundo semestre de 2011 e o primeiro semestre de 2012, período em que houve forte incerteza em relação aos rumos da crise nesses países, como já analisado pelo comportamento dos Prime Money Market Funds (BLIKSTAD e OLIVEIRA, 2018) dos fluxos de capitais, ou seja, os bancos dos países-membros.

**Gráfico 13: Fluxos de capitais dos países centrais para os periféricos da europa**

Fonte: BIS.

À medida que a crise se mostrou cada vez mais grave, a UE e a zona do euro se encontraram em situações desconhecidas; nenhum membro da zona do euro jamais entrou em default ou tinha chegado perto disso, além disso, o tratado fundador da zona do euro não contém provisões para uma saída da união monetária. Diante disso, a crise aumentou significativamente as tensões políticas e também a insatisfação do público na UE. Os principais líderes europeus reiteraram a convicção da chanceler alemã, Angela Merkel, de que “se o euro falhar, a Europa falhará”, mostrando que se houvesse o “Grexit” na zona do euro, o principal projeto da UE, poderia prejudicar seriamente a integridade da zona do euro e até mesmo o da Europa.

No entanto, os governos das economias mais fortes da zona do euro também enfrentaram considerável resistência pública em fornecer apoio financeiro à Grécia, pois segundo os críticos, tal governo não exerceu disciplina orçamentária adequada (GLENCROSS, 2013). Pesquisas de opinião sugeriram que a maioria dos alemães apoiaria a saída da Grécia da zona do euro. Em alguns países, incluindo França, Alemanha e Itália, a crise mais ampla e a estagnação econômica na zona do euro também impulsionaram os partidos políticos "eurocéticos" populistas que questionam os benefícios da integração europeia.

A crise atingiu vários países da zona do euro, porém ocorreu com características diferentes e em níveis diferentes em cada um deles, embora a Grécia fosse um caso excepcional, Portugal, Espanha, Itália e Irlanda também sentiram isso; estes quatro países passaram por certo desmoronamento do Estado por meio de privatizações de setores públicos fundamentais e a diminuição da presença pública na economia. Na Grécia e em Portugal, a situação foi muito preocupante. O programa da Troika forçou os governos a venderem as



empresas públicas, muitos delas poderosas e lucrativas, a preços baixos, um contexto de constrangimento externo na política interna desses países. Com o aumento da dívida soberana, os Estados perderam cada vez mais sua independência em um processo que inevitavelmente danificou o sistema democrático que levou ao crescimento de sentimentos anti-UE e da gradativa popularidade dos movimentos de soberania entre os países, classes trabalhadoras e áreas urbanas mais pobres (POLYÁC, 2018).

Desde o início da crise financeira que atingiu os bancos e a economia da zona do euro, com o contágio da deflagração da crise do subprime nos EUA em setembro de 2008 e, posteriormente, com a crise dos títulos soberanos em 2010, o sistema da zona do euro tem atuado de forma a prover liquidez para os bancos. O BCE justificou as intervenções realizadas no sistema financeiro alegando o seu compromisso em relação à estabilidade de preços seria a prioridade, conforme recomendações do Novo Consenso Macroeconômico (GUTTMAN e PLIHON, 2010). Porém, como argumentam Guttman e Plihon (2010), esses eventos da crise criaram dúvidas em relação à capacidade do BCE de entender e lidar com as causas efetivas da crise.

#### 4. FATORES QUE MINARAM A SOBERANIA MONETÁRIA GREGA

Para Benjamin Cohen (2006) em relação a poder, há a dimensão da influência, mas também a dimensão da autonomia, que é compreendida como a capacidade de agir livremente sem constrangimentos externos, ou seja, é os outros deixarem você fazer do jeito que você quer. Para definir poder é necessário se referir a autonomia e influência, e no âmbito monetário a autonomia é muito importante, pois ela é fundamental para que se haja influência.

Inicialmente há a balança de pagamentos, contando os fluxos de dinheiro que entram e saem do país e que é consequência do comércio e investimento internacional. As economias nacionais estão associadas através da balança de pagamentos, com os superávits ou déficits. O risco de um desequilíbrio insustentável representa uma ameaça persistente à independência das políticas de um país (COHEN, 2013). A Grécia, como visto anteriormente no trabalho, estava altamente desequilibrada já antes de fazer parte da zona do euro, e sua situação só se agravou a partir da eclosão da crise. Basicamente, desequilíbrios persistentes no balanço de pagamentos reduzem a autonomia do país, especialmente se ele recorre a empréstimos para sanar sua pressão sobre as reservas.

Segundo Cohen (2013), para a grande parte dos Estados, portanto, a base do poder monetário é a aptidão de evitar o ônus do ajuste imposto pelo desequilíbrio dos pagamentos, uma capacidade de atrasar o ajuste ou desviar seus custos para os demais. Somente com a autonomia estabelecida, um governo poderá voltar a ter a possibilidade de influenciar os outros, isto é, para ter a possibilidade de influenciar é preciso ter uma autonomia consistente, que por sua vez necessita de uma balança não desequilibrada.

Evitar custos de ajuste quer dizer que se o equilíbrio dos pagamentos for restaurado, os outros é que deverão se ajustar, significando que parte do fardo será desviado para outro lugar. A influência que provém da capacidade de evitar custos de ajuste é considerada passiva, representando um aspecto ocasional do poder, pois pode-se dizer que existe apenas por causa da autonomia, que é primordial. Esse tipo de poder passivo é muito diferente do que convencionalmente se entende por influência, que normalmente é entendido como a implicação de algum grau de direcionamento ou intenção deliberada, "atos intencionais" (ANDREWS, 2006).

É importante levar em consideração o arranjo das relações transacionais entre os Estados, como ressaltado na abordagem do "poder relacional" (BALDWIN, 2002). O que importa é quem depende de quem e para quê; o quão assimétricas são as relações

prevalecentes entre os Estados; e o quão centralizada é a localização de um país na rede global de interações. As assimetrias relacionais estão na base da autonomia monetária e podem ser consideradas também como uma fonte do poder de influência de um Estado. Neste capítulo será analisado o enfraquecimento da soberania monetária da Grécia, não só devido aos seus desequilíbrios orçamentários que minaram a sua independência política, mas também às assimetrias entre os Estados-membros da união monetária da zona do euro que fazem com que a Grécia seja escanteada nas preferências das relações financeiras do bloco fazendo com que seja ainda mais difícil para a Grécia tentar reestabelecer sua autonomia.

#### 4.1 ASSIMETRIAS E COMPETITIVIDADE

Na zona do euro, a política macroeconômica tem operado baseada em três ordenamentos: o BCE gerencia a política monetária e a taxa de juros para conseguir atingir a meta de manter o nível de preços estabilizado. Já a política fiscal é controlada pelos Estados-membros, porém é suscetível de constrangimentos como austeridade nos gastos públicos, contenção dos custos de trabalhos e foco na competitividade para o Estado conseguir obter saldos comerciais favoráveis, esses limites estão estipulados no Pacto de Crescimento e Estabilização, e em caso de não cumprimento, há a prerrogativa de sanções aos países signatários. Alguns dos limites são que o déficit público deve estar em até 3% do PIB, e em relação à dívida bruta/PIB, ela não deve ser superior a 60%.

A Grécia, ao trocar sua antiga moeda, o dracma, por uma mais forte, o euro, obteve ganhos em termos de renda real e expansão do crédito, pois as taxas de juros ficaram mais baixas. Esse crescimento fomentou o consumo, e por consequência as importações, chegando até a comprometer sua competitividade em relação às outras economias da zona do euro, o que provocou profundos déficits na balança comercial e nas transações correntes.

A expectativa da consequência da união monetária era de que os países de renda mais baixa, considerados periféricos nas relações entre os membros, auferissem taxas de crescimento superiores comparados com o resto do bloco e que posteriormente se atingisse uma convergência econômica com os países de rendas mais elevadas, considerados como centrais. Com o fluxo de crédito dos países de muito capital para as regiões de maior escassez no Sul e no Leste do continente, se esperava um aumento do investimento produtivo nessas regiões, e assim diminuir a diferença de renda entre os membros. Porém um fator diferencial é que os países centrais, que focaram seu crescimento em exportação, contiveram os custos

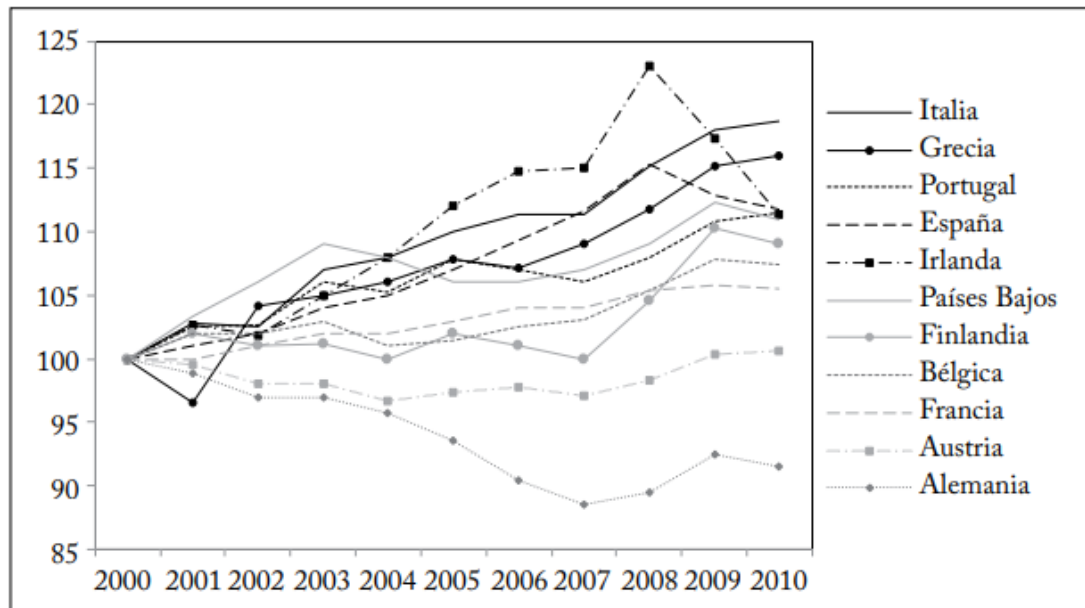
salariais, ou seja, os custos salariais eram mais baixos nos países exportadores do que no dos países que cresceram via consumo. Isso fez com que esses últimos tivessem sua competitividade reduzida em relação aos primeiros, o que gerou um empecilho para a instalação de indústrias nas regiões periféricas da zona do euro. A ampliação do consumo por via da ampliação de crédito aumentou o consumo, mas não necessariamente os investimentos e a competitividade. Augusto de Bem e Bruno Jubran (2016, p. 32), de acordo com a interpretação neoliberal, afirmam:

“O desempenho dos custos salariais é central na explicação das assimetrias da região. No período pós-crise, os países que tinham estratégia focada no consumo passaram a adotar políticas de austeridade e contenção salarial e, desde então, têm apresentado ganhos de produtividade, ao mesmo tempo em que a Alemanha perdeu competitividade nesse quesito. Identifica-se, entretanto, uma impossibilidade de transpor a estratégia alemã a toda Zona do Euro, e tampouco promover a convergência do padrão em direção às nações de maior renda. A estratégia alemã é centrada na compressão de custo salarial, de forma que a renda do trabalho se mantém estagnada, admitindo-se, inclusive, um crescimento abaixo da produtividade. O foco na obtenção de superávits comerciais trouxe protagonismo ao setor externo”.

(BEM e JUBRAN, 2016).

Entretanto há outros fatores que prejudicam o desempenho econômico e a competitividade e que precisam ser levados em consideração no caso de países como a Grécia, como o alto nível de dependência tecnológica, a defasagem da indústria e o baixo nível de investimento privado. Os países periféricos, assim, teriam dificuldades em obter as vantagens que Alemanha consegue, pois além de competir com países mais independentes e tecnológicos do bloco, ainda teriam que competir com países como a China. Apenas comprimir salários não chegaria a trazer ganhos suficientes quando há problemas nas áreas descritas acima e quando há a impossibilidade de utilização de outras ferramentas, como a manipulação da taxa de câmbio, por exemplo. O gráfico 14 abaixo compara os custos relativos ao trabalho na zona do euro:

**Gráfico 14: Custos unitários relativos ao trabalho na zona do euro de 2000 à 2010.**



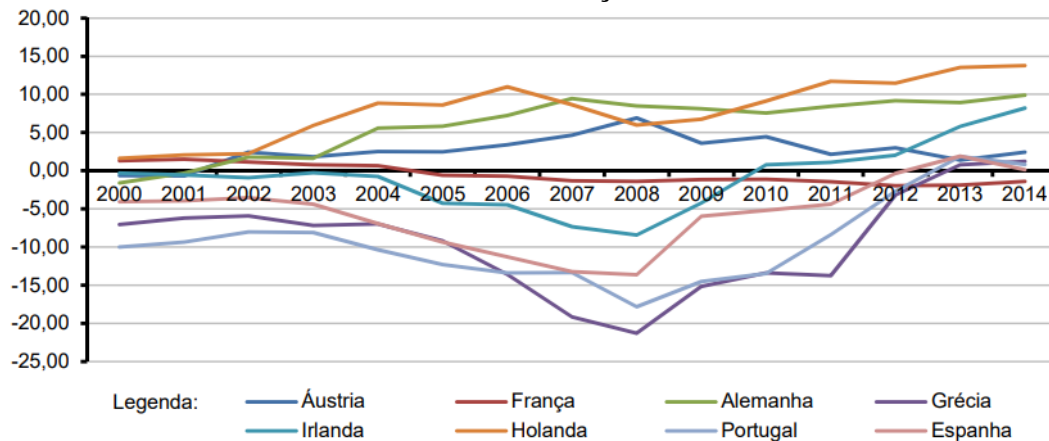
Fonte: Comissão Europeia, Ameco.

Na união monetária a Grécia, que adere ao modelo consumidor, teve perda de participação da indústria, por mais que tenha chegado a obter altas taxas de crescimento do PIB entre 2001 e 2006, pois esses crescimentos foram em áreas de baixa complexidade, como no setor de serviços e no de construção civil. Já os Estados-membros que aderem ao modelo exportador, tiveram uma oportunidade ainda maior de aumentar suas vendas no bloco, principalmente porque os países consumidores estariam aptos para comprar, causando uma ampliação das disparidades das economias da união monetária, ainda que no começo percebeu-se uma pequena redução da desigualdade das rendas dos países do bloco.

A partir do momento que a Grécia (junto dos outros países periféricos da união monetária) passou a usar a mesma moeda que os países voltados para o mercado externo, o país perdeu a capacidade de utilizar a taxa de câmbio como ferramenta de defesa e competitividade, além de que o crédito que fluiu dos países centrais não levou o investimento de indústrias nas regiões menos competitivas, pois não era interessante para a estratégia econômica alemã a integração do sul do continente em suas cadeias industriais. De acordo com Paul de Grauwe (2013) ao não fomentar a produção industrial e se incentivar o consumo na Grécia, geraram-se perdas para o país, enquanto gerou amplos benefícios não apenas ao setor industrial alemão e de outros países centrais, mas também ao mercado financeiro desses países.

Os saldos das transações correntes dos países-membros já eram diferentes antes mesmo de se instituir a união monetária, com o arranjo monetário as diferenças foram ampliadas, podendo ser analisadas por uma ótica de centro-periferia, como mostra o Gráfico 15.

**Gráfico 15: Transações correntes/PIB:**



Fonte: FMI, 2015

## 4.2 TÍTULOS

A crise dos títulos soberanos dos países de economia similar a da Grécia, que contou com o crescimento dos *spreads* dos títulos públicos em relação aos títulos alemães a partir de 2010, mostrou que há muitas limitações na institucionalidade e condução da política monetária da zona do euro. A política monetária dessa união monetária se mostrou focada, exclusivamente, em manter o nível de preços baixos e estável, isso sendo baseado no Novo Consenso Macroeconômico, depois de obter uma estabilidade de preço, se teria, então, estabilidade financeira. Segundo as diretrizes de tal política, o BCE não pode comprar títulos públicos nem em mercados primários nem em mercados secundários, realizando operações de mercado aberto via operações compromissadas, o que colaborou com a eclosão da crise, pois a autoridade monetária não poderia ter segurança em relação aos preços de tais títulos no momento de incerteza de seus valores. O BCE justificou sempre suas ações ao longo da crise, alegando o objetivo maior de manter a inflação baixa e estável.

A institucionalidade rígida do BCE teve algumas peculiaridades que colaboraram com a crise a partir de 2010, no que tange as operações compromissadas e a proibição de compras definitivas dos títulos públicos dos países-membros, o que não acontece, por exemplo, em

países como os Estados Unidos, onde o Banco Central tem liberdade para comprar títulos públicos nos mercados secundários (LAVOIE, 2014). E tal postura é fundamental para a manutenção da estabilidade financeira. E ainda é pertinente levar em consideração o problema da falta de soberania monetária dos Estados-membros da zona do euro durante os períodos de instabilidade financeira, pois se diminui a credibilidade dos mercados em relação à capacidade de pagamentos dos títulos públicos emitidos pelos governos nacionais pelo fato de que as autoridades monetárias domésticas não podem emitir moeda.

O que Goodhart (1998) chama de conexão da soberania política - autoridade fiscal e a criação de dinheiro – banco central foi, de acordo com seus estudos, enfraquecida de uma forma inédita na história, pois o BCE, banco supranacional independente criado para a zona do euro não possui legitimidade amparada nos Estados Nacionais, já que esses utilizam uma moeda a qual não controlam. Isso quer dizer que os países se endividam em uma moeda em que não podem emitir, não podendo, desta forma, assegurar o pagamento dos rendimentos dos títulos públicos, devido à impossibilidade do banco central do Estado-membro agir como prestador de última instância de forma efetiva. Isso não acontece com países que emitem títulos soberanos em suas próprias moedas, que é um mecanismo que permite que os Estados garantam que sempre haverá dinheiro disponível para pagar os obrigacionistas. Logo, na zona do euro, os socorros aos sistemas financeiros domésticos ocorreram mediante aumento do endividamento público. De acordo com Toporowski (2013, p. 572): “The eurozone has a central bank without a government, governments without central banks and banks without an effective lender of last resort.”.

Os títulos soberanos são utilizados como garantias em operações de empréstimos entre os bancos e o BCE, visto que são frequentemente conhecidos como ativos seguros. Porém durante os períodos de incerteza sobre a posse dos ativos da zona do euro, pelo receio de que alguns Estados não conseguissem arcar com seus passivos, trouxe dificuldades para os bancos, pois eles já estavam com grande quantidade de títulos, e estavam com complicação para obter ativos elegíveis como garantias. Isso colocou o euro e seu sistema financeiro em risco, devido às desconfiças em relação à atuação do BCE como prestador de última instância e devido às incertezas em relação à viabilidade das garantias associadas à posse dos títulos soberanos (não de países como Alemanha, mas da Grécia, por exemplo) (BELLUZZO, 2013).

Os grandes bancos europeus, que detinham posições em títulos da dívida pública de países em crise, passaram a enfrentar maiores dificuldades de captação nos mercados

financeiros internacionais durante a crise (FREITAS, 2011; FLASSBECK e LAPAVITSAS, 2013), isso fez com que eles buscassem diminuir suas posições em títulos públicos dos países de economia periférica, os PIIGS (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha). Com a criação da zona do euro as taxas de juros dos países membros convergiram, ou seja, a dos PIIGS ficou igual a dos países mais desenvolvidos e competitivos, o que deu aos PIIGS a vantagem da emissão de dívidas a partir de uma moeda em comum com os países centrais, em condições bastante atrativas (BELLUZZO, 2013). A retirada das barreiras entre os mercados de capitais nacionais, a convergência das taxas de juros para níveis mais baixos e a criação de novos produtos e segmentos financeiros para alguns países desencadearam um forte afluxo de capitais dos países centrais da Europa para os PIIGS no período anterior à crise.

Durante os anos que antecederam a crise de 2008, havia muita liquidez internacional e os bancos da zona do euro estavam com uma alta integração no mercado financeiro, havendo aquisição de ativos e passivos externos, se observou uma expansão dos ativos e passivos dos bancos na zona do euro. Alguns bancos dos países centrais adquiriram parte dos ativos externos nos PIIGS, contribuindo para moldar as condições da crise dos títulos de dívida soberana. Houve forte afluxo de capitais para esses países de economia periférica, financiando a expansão acelerada do consumo e dos investimentos no setor imobiliário e no setor de serviços.

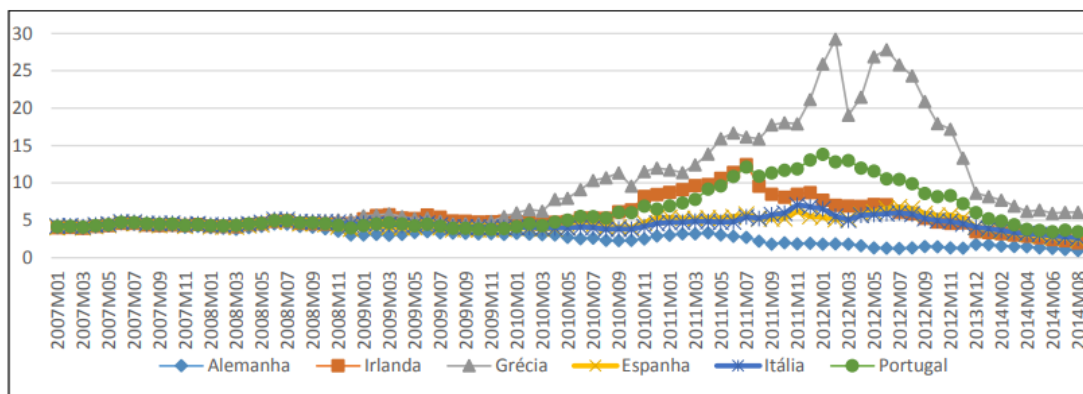
O começo das turbulências dos mercados financeiros se deu com a quebra do Lehman Brothers em 2008, inicia-se uma retração na aquisição de ativos externos por parte dos bancos da zona do euro, o que causou um congelamento do mercado de dinheiro, aumentando a volatilidade das taxas *overnight* e o risco de crédito nos bancos (FRANGAKIS, 2009). A partir daí os bancos começaram a perder a credibilidade nos outros bancos em relação ao pagamento das suas responsabilidades, sendo necessária a intervenção de um banco central para gerar liquidez.

Quando a crise financeira alcançou os títulos soberanos gregos, no final de 2009, a falta de um emprestador de última instância na zona do euro, levando em consideração que o BCE é proibido de atuar como banqueiro dos governos nacionais, além das fragilidades associadas à soberania monetária, fez com que a crise de liquidez chegasse a outros mercados, pelo receio de que os compromissos dos rendimentos dos títulos públicos dos PIIGS não fossem honrados. Esse acontecimento aumentou os spreads das taxas de juros pagas pelos títulos soberanos desses países pressionando ainda mais as suas contas públicas e levando a crise de liquidez a se tornar uma crise de solvência (GRAUWE, 2011). A diferença dos



rendimentos cobrados para a Alemanha e para os PIIGS criou um círculo vicioso para a Grécia, aumentando o endividamento público bruto entre 2007 e 2013, limitando a capacidade de atuação anticíclica dos Estados (AGLIETTA, 2012). O gráfico 16 compara os rendimentos cobrados para a Alemanha e para os PIIGS. Já a tabela 1 mostra o endividamento público bruto, em % do PIB – dos PIIGS.

**Gráfico 16: Rendimento dos títulos públicos de longo prazo (10 anos), PIIGS e Alemanha, em % a.a. (2007- 2013):**



Fonte: BCE.

**Tabela 1: Endividamento público bruto, em % do PIB – PIIGS:**

País	2001	2004	2007	2010	2013
Irlanda	33	28	24	87	123
Grécia			103	146	175
Espanha	54	45	36	60	92
Itália	105	100	100	115	128
Portugal	53	62	68	96	128

Fonte: Eurostat.

#### 4.2.1 Fuga para a qualidade

Os anos entre 2000 e 2008 foi o período em que houve um aumento da aquisição dos títulos públicos dos PIIGS, os spreads dos rendimentos dos títulos da Grécia e dos outros

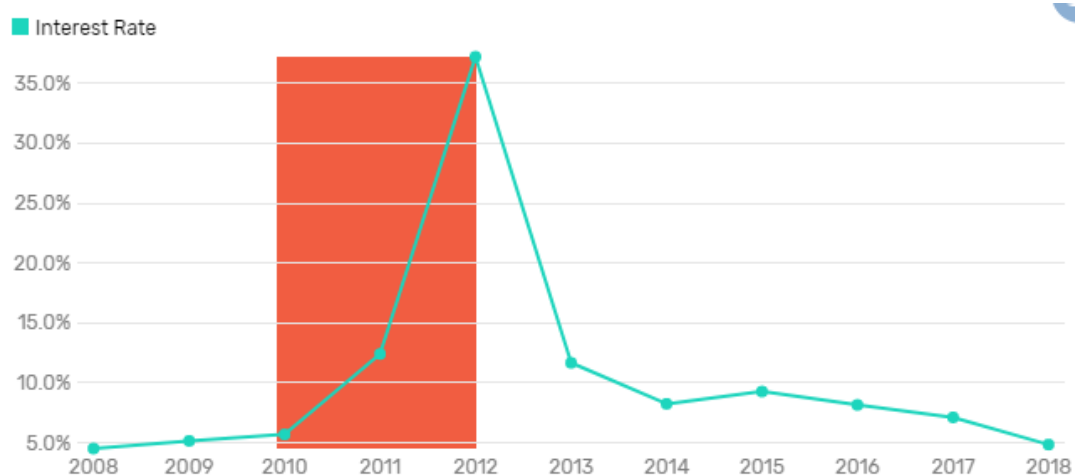
países com a economia similar a sua tiveram uma diferença mínima em relação aos spreads da Alemanha. A partir da crise, em 2008, a tendência foi diminuir a participação dos estrangeiros nos títulos públicos dos PIIGS, enquanto se aumentava a aquisição de títulos públicos alemães por não residentes, como mostra a Tabela 2, evidenciando um movimento, por parte dos investidores internacionais, de fuga para a qualidade, que foi mostrado pela queda dos rendimentos dos títulos públicos alemães ao longo da crise, pois quanto mais seguro, menor é a taxa de juros. O Gráfico 17 mostra as taxas de juros dos títulos gregos de 2008 a 2018. Os títulos alemães, por serem considerados os mais seguros da zona do euro, fez com que mais não residentes adquirissem tais títulos, com as posses passando de 54% em 2010 para 62,2% em 2014, como se existisse, desta forma, vários euros dentro da zona do euro (OLIVEIRA, DEOS e WOLF, 2012) expressos por meio da preferência de títulos.

**Tabela 2: Títulos públicos em posse de não residentes**

País	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014
Espanha	43%	47%	49%	51%	46%	42%	33%	36%
Portugal	54%	66%	70%	74%	77%	64%	66%	
Irlanda		66%	79%	85%	91%	82%	72%	52%
Itália	41%	40%	43%	51%	48%	46%	37%	37%
Alemanha	36%	39%	40%	46%	52%	54%	60%	62%
Holanda				68%	81%	70%	64%	
França	28%	39%	43%	56%	59%	59%	55%	65%

Fonte: Bruegel database.

**Gráfico 17: Rendimento dos títulos de 10 anos do governo grego**



Fonte:

Trading Economics.

Quando surge um problema de solvência em um país, como o caso da Grécia numa união monetária, devido às incertezas, os detentores de títulos os vendem em outros mercados de títulos, gerando uma crise de liquidez no mercado grego, pois os investidores vendem títulos do governo grego e usam o produto para investir em outros ativos seguros, como os títulos do governo alemão. Como resultado, a liquidez é retirada do mercado monetário grego, levando a um aperto, impossibilitando o governo grego de lidar com a dívida existente. Os bancos da zona do euro assimilaram os títulos públicos da Alemanha como uma fonte de investimento seguro, em uma clara estratégia dos investidores de “fuga para a qualidade” dos investidores internacionais na união monetária (OLIVEIRA, DEOS e WOLF, 2012).

A preferência pela liquidez e fuga para a qualidade se intensificou, e ficou nítido com o aumento dos depósitos das instituições financeiras monetárias no Eurosistema, e também com o aumento da participação de não residentes na posse de títulos públicos da Alemanha com o início das turbulências nos mercados financeiros internacionais (GRAUWE, 2013). Quando as crises de débito soberana eclodem, normalmente são uma mistura de problemas de liquidez e solvência. A crise de liquidez aumenta os juros do débito emitido pelos governos e isso consequentemente leva à problemas de solvência, ou seja, antes de um estado de insolvência, há primeiro uma crise de liquidez, que, no mercado de título grego, é consequência da falta de confiança de que o dinheiro estará disponível para pagar o investidor que tem um título de dívida (obrigacionista/*bondholders*), se transformando numa crise que se retroalimenta para o desequilíbrio.

Pelo fato da causa desses problemas terem raízes na falta de credibilidade é interessante haver um credor de última instância no mercado de títulos dos governos, no caso da zona do euro seria o BCE, para que os países tenham mais credibilidade e que se possa evitar, desta forma, que esses países entrem num desequilíbrio grave, pois se esse desequilíbrio acontecer o banco central será forçado a providenciar empréstimos de último recurso para esses países que passam por uma crise de dívida soberana, que será mais caro (BLIKSTAD e OLIVEIRA, 2018). O déficit orçamentário da Grécia atingiu 15,4% de seu PIB em 2009. Isso levou a um pânico de inadimplência e ampliou o spread de 10 anos do rendimento dos títulos. De 2010 a 2012, as taxas de bônus de 10 anos ultrapassaram 35%. As taxas caíram novamente em 2012, depois que os detentores de títulos privados concordaram com uma vasta reestruturação da dívida que trocou 77 bilhões de euros em títulos por 75% menos dívidas.

Devido o BCE ser proibido de comprar títulos de forma definitiva (as operações de mercado aberto sendo realizadas por operações compromissadas), em agosto de 2012 o BCE anunciou o Outright Monetary Transaction (OMT) como um instrumento para a compra de títulos soberanos nos mercados secundários dos países em crise, sem estabelecer limites quantitativos do tamanho das operações que poderiam ser realizadas para garantir os títulos soberanos que apresentassem instabilidade.

#### 4.2.2 Pacotes

Junto com a ação do sistema da zona do euro, a Troika (conjunto de credores da Grécia, contando com o FMI) concedeu pacotes de resgate financeiro para a Grécia e outros países do arranjo monetário para ajudar a obter estabilidade financeira na zona do euro via o European Financial Stability Facility e o European Financial Stabilization Mechanism, criados em 2010, que foram substituídos pelo European Stability Mechanism (ESM), este sendo de caráter permanente (EUROPEAN COMMISSION, 2010; EUROPEAN COUNCIL, 2011) e criado para conceder auxílio financeiro, por meio de empréstimos, para Estados-membros que não estivessem em condições de conceder operações de salvamento ao sistema financeiro nacional (GROS e SCHOENMAKER, 2014).

Em 2009, a Grécia anunciou que seu déficit orçamentário seria 12,9% do seu PIB. Isso é mais do que quatro vezes o limite de 3% instituído pela UE. As agências de classificação de risco Fitch, Moody's e Standard & Poor's reduziram os ratings de crédito da Grécia, seguem as tabelas abaixo com os *ratings* da Grécia de antes de depois da crise. Em 2010, a Grécia anunciou um plano para reduzir seu déficit para 3% do PIB em dois anos, tentando, desta forma, tranquilizar os credores da UE de que era fiscalmente responsável. Porém apenas quatro meses depois, a Grécia avisou que poderia se tornar inadimplente. A partir do momento que algum país membro da zona do euro passa a perder a credibilidade, essa é a ocasião que pode gerar uma crise de liquidez, que em seguida pode se tornar crise de solvência. A situação na Grécia lembra a situação de outras economias emergentes que precisam tomar empréstimos em moeda estrangeira. Essas economias enfrentam o mesmo problema, ou seja, podem repentinamente enfrentar uma “parada abrupta” quando as entradas de capital param, levando assim a uma crise de liquidez (CALVO et al., 2006).

**Tabela 3: Ratings da Grécia de 2000 a 2007**

Moody's	A1	positive	Jan 11 2007
Fitch	A	stable	Dec 16 2004
S&P	A	stable	Nov 17 2004
Fitch	A+	negative watch	Sep 28 2004
S&P	A+	negative	Sep 13 2004
Fitch	A+	stable	Oct 20 2003
S&P	A+	stable	Jun 10 2003
Moody's	A1	stable	Nov 04 2002
Fitch	A	positive	Oct 23 2002
Fitch	A	stable	Jun 20 2001
S&P	A	positive	Mar 13 2001
Fitch	A-	stable	Sep 21 2000
Fitch	A-	n/a	Jul 27 2000
Fitch	BBB+	positive watch	Mar 13 2000

Fonte: Trading Economics.

**Tabela 4: Ratings da Grécia de 2009 a 2011**

S&P	BB+	negative	Apr 27 2010
Moody's	A3	negative	Apr 22 2010
Moody's	A3	negative watch	Apr 22 2010
Fitch	BBB-	negative	Apr 09 2010
S&P	BBB+	negative	Mar 16 2010
Moody's	A2	negative	Dec 22 2009
S&P	BBB+	negative watch	Dec 16 2009
Fitch	BBB+	negative	Dec 08 2009
S&P	A-	negative watch	Dec 07 2009
Moody's	A1	negative watch	Oct 29 2009
Fitch	A-	negative	Oct 22 2009
Fitch	A	negative	May 12 2009
Moody's	A1	stable	Feb 25 2009
S&P	A-	stable	Jan 14 2009
S&P	A	negative watch	Jan 09 2009

Moody's	Ca	negative	Jul 25 2011
Fitch	CCC	n/a	Jul 13 2011
S&P	CCC	negative	Jun 13 2011
Moody's	Caa1	negative	Jun 01 2011
Fitch	B+	negative watch	May 20 2011
Moody's	B1	negative watch	May 09 2011
S&P	B	negative watch	May 09 2011
S&P	BB-	negative watch	Mar 29 2011
Moody's	B1	negative	Mar 07 2011
Fitch	BB+	negative	Jan 14 2011
Fitch	BBB-	negative watch	Dec 21 2010
Moody's	Ba1	negative watch	Dec 16 2010
S&P	BB+	negative watch	Dec 02 2010
Moody's	Ba1	stable	Jun 14 2010

Fonte: Trading Economics.

**Tabela 5: Ratings da Grécia de 2015 a 2018**

S&P	B+	positive	Jul 20 2018
DBRS	B (high)	positive	Jun 29 2018
S&P	B+	stable	Jun 25 2018
DBRS	B	positive	May 04 2018
Moody's	B3	positive	Feb 21 2018
Fitch	B	positive	Feb 16 2018
S&P	B	positive	Jan 19 2018
DBRS	CCC (high)	positive	Nov 10 2017
Fitch	B-	positive	Aug 18 2017
S&P	B-	positive	Jul 22 2017
Moody's	Caa2	positive	Jun 23 2017
S&P	B-	stable	Jan 22 2016
DBRS	CCC (high)	stable	Dec 11 2015
Moody's	Caa3	stable	Sep 25 2015

Fonte: Trading Economics.

Nessa união monetária é difícil se conseguir usar estabilizadores orçamentários automáticos quando os países atingem um saldo muito negativo, então uma recessão pode levar a déficits orçamentários mais graves, o que gera mais desconfiança no tocante à capacidade dos governos de pagar suas dívidas futuras, o que causa uma crise de liquidez e solvência, e quando ocorre a crise de solvência, obriga-se a instaurar programas de austeridade em meio a recessão (GRAUWE, 2011).

As operações diretas do sistema da zona do euro com os bancos são diferente dos pacotes de resgate financeiro da Troika (Banco Central Europeu, Comissão Europeia e Fundo Monetário Internacional), pois esses últimos podem ser considerados como empréstimos indiretos para os bancos, via Estado nacional dos países em crise. Devido à institucionalidade do euro, que não permite que os Estados-membros emitam a moeda utilizada em território nacional, por não possuírem soberania monetária para isso, os pacotes de resgate financeiro foram importantes para manter a estabilidade financeira e a própria sobrevivência do euro, junto com o sistema da zona do euro.

A Grécia recebeu, em maio de 2010 e em fevereiro de 2012, um aporte financeiro de € 110 bilhões e € 130 bilhões, respectivamente. No pacote de 2012, além do aporte financeiro, foi definida uma redução de 53,5% no valor de face dos títulos soberanos gregos elegíveis em posse dos investidores privados. Essas medidas foram realizadas visando restaurar a confiança no problema principal do país para a crise, a questão fiscal (EUROBANK RESEARCH, 2012).

Algumas das reformas exigidas pela Troika foram referentes aos cortes nos salários do setor público, com um congelamento dos salários do setor público até 2014; De acordo com a Oxfam (2013), o corte imediato de dois dos 14 salários anuais, redução dos pagamentos de 13º e 14º para aqueles que ganham menos de 3.000 por mês. Um relatório do FMI, no entanto, afirmou que a reforma do setor público foi largamente deixada de lado devido à relutância em demitir funcionários. Também houve reforma da previdência contando com uma redução de até 26,4% nos pagamentos a pensionistas e um aumento da idade da aposentadoria para 65 anos para mulheres e homens, além de uma penalidade de seis por cento para a aposentadoria antecipada. Em setembro de 2012 a idade da aposentadoria foi aumentada para 67. No tocante aos impostos o governo deveria introduzir um novo plano para melhorar a cobrança de impostos, reduzir a fuga de capitais e combater a evasão fiscal. De acordo com o FMI, poucos progressos foram feitos em termos tributários óbvios e nem os ricos nem os trabalhadores

independentes estavam seguindo os ordenamentos para arcar com suas obrigações. Todavia o IVA, um imposto que cobra de grupos de baixa renda, aumentou 10%.

Em abril e maio de 2010, várias reformas do sistema tributário foram lançadas: bônus bancários e serviços financeiros passariam a ser tributados em até 90%, e os impostos sobre propriedade triplicaram para estrangeiros com residência de verão no país. Foram proibidos pagamentos em dinheiro de mais de € 1.500, a fim de limitar o risco de fraude. Para os trabalhadores independentes que ganham mais de € 40.000 por ano, a taxa de imposto passou de cinco para 40%. Qualquer família com renda anual acima de € 100.000 pagaria um novo imposto de 45%, representando um aumento de 5%. Somente aqueles cuja renda era de € 25.000 anualmente ou menos não estariam sujeitos a um aumento de impostos.

Os países membros de uma união monetária são muito suscetíveis a movimentos de liquidez, ou seja, são vulneráveis a movimentos de desconfiança. Quando os investidores temem uma dificuldade de pagamento (por exemplo, causada por uma recessão que leva a um aumento no déficit orçamentário do governo) eles tendem a vender os títulos do governo do país, Grécia, por exemplo, fazendo com que a taxa de juros aumente, e investem em títulos como o do governo alemão, logo, os euros saem do sistema bancário grego, até mesmo pelo fato de não haver barreiras cambiais para evitá-lo, fazendo com que a liquidez seja retirada do mercado nacional. Isso pode desencadear uma interação maléfica entre liquidez e crise de solvência. Já que quando um país membro entra em uma crise de liquidez, as taxas de juros aumentam e não se pode obter fundos para refinarçar sua dívida a taxas de juros razoáveis. Assim, a crise de liquidez se torna uma crise de solvência, se tornando um ciclo: o país se torna insolvente porque os investidores temem a insolvência.



## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como visto no trabalho, a economia grega já passava por complicações devido às suas políticas fiscais e monetárias expansionistas antes de aderir o euro, levando o país ter altas taxas de inflação e altos déficits fiscais e comerciais, por isso a adesão à União Econômica e Monetária parecia uma oportunidade para reduzir a inflação e incentivar o investimento e crescimento econômico. Porém, depois da adesão à zona do euro e com os custos dos empréstimos mais baixos, a Grécia se endividou ainda mais.

A crise se desencadeou no final de 2009 quando o governo grego assumiu que os déficits orçamentários do país estavam sendo subnotificados, o que levou o país a perder credibilidade em relação à capacidade de pagar suas dívidas, causando uma crise de liquidez e depois de solvência. Com a crise de solvência o país se encontrou em uma situação de constrangimento externo e mais perda de autonomia política e monetária, sendo levado a instaurar programas de austeridade em meio à recessão.

O Banco Central Europeu, instituição supranacional responsável pela emissão e controle de moedas da zona do euro, tem uma institucionalidade rígida e um de seus principais objetivos é manter a inflação sob controle junto com a estabilidade dos preços. Nos primeiros anos da utilização do euro, antes da eclosão da crise, nota-se um crescimento contínuo dos fluxos de capitais dos países centrais, como Alemanha e França, para os periféricos, como a Grécia, mas após 2008 ocorre uma inversão nos fluxos. Com o agravamento da crise percebeu-se que a zona do euro se encontrou em um contexto desconhecido, e que suas políticas apresentavam deficiências para tratar de uma crise de tal complexidade. A Grécia, sem soberania monetária suficiente para utilizar as taxas de câmbio a favor de sua economia e sem credibilidade para tentar manter a sua liquidez, recorreu a pacotes de resgate com o programa da Troika, e devido às austeridades condicionais aos pacotes, a Grécia se viu forçada a vender empresas públicas, muitas delas poderosas e lucrativas, a preços baixos, além de ter que reestruturar suas políticas, consequência dos constrangimentos externos na política interna do país. O aumento da dívida soberana levou o país a perder cada vez mais sua independência, uma dívida que danificou sua soberania.

Além das políticas monetárias da zona do euro e da balança insustentável que levou o país a adquirir pacotes de austeridade, as assimetrias na zona do euro colocam a Grécia como um país periférico e influenciável. Ao passar a ter a mesma moeda que países como a Alemanha, a Grécia perdeu competitividade por competir com países de economia

exportadora da zona do euro, apesar de que grande parte da perda de competitividade foi devido ao crescimento salarial grego acima da média, pois mesmo que isso tenha ajudado o produto a obter robustas taxas de crescimento, o aumento da renda também estimulou as importações e desencadeou ainda mais a deterioração dos saldos comerciais e nas transações correntes.

A UEM que a Grécia faz parte tem uma política monetária que não leva em consideração os divergentes modelos econômicos dos seus países-membros, não atendendo às necessidades de países considerados não exportadores. Enquanto países com o modelo exportador e mais competitivos possuem condições para driblar eventuais dificuldades do mercado global e regional, para as outras economias pode ser bastante necessário ter a possibilidade de mudar a taxa de câmbio, por exemplo, para que possam se estabilizar e obter mais credibilidade, evitando, assim, uma crise de solvência, o que não foi possível para a Grécia como membro da zona do euro.

O fato do BCE não poder adquirir títulos públicos e de ser proibido de atuar como banqueiro dos governos nacionais fez com que a crise de liquidez chegasse a outros Estados, pelo medo de que os compromissos dos títulos públicos dos países periféricos não fossem honrados. Isso aumentou os spreads das taxas de juros pagas pelos títulos soberanos desses países, dificultando a situação de suas contas públicas e levando a crise de liquidez a se tornar uma crise de solvência.

Os títulos gregos por terem pouca credibilidade são adquiridos com os juros bastante altos prejudicando a Grécia, pois ela se endivida ainda mais. Devido às incertezas desse país, os detentores de títulos os vendem em outros mercados de títulos, gerando uma crise de liquidez no mercado grego, pois os investidores ao venderem títulos do governo grego, usam o produto para investir nos títulos do governo alemão. O BCE não possui legitimidade embasada nos Estados Nacionais, pois estes não controlam a moeda que utilizam, o que faz a Grécia ter menos credibilidade ainda. Como resultado, a liquidez é retirada do mercado monetário inseguro, levando o país a um aperto, impossibilitando o governo de lidar com a dívida existente. Então observa-se que os bancos da zona do euro tomam os títulos públicos da Alemanha como uma fonte de investimento seguro, estratégia dos investidores de “fuga para a qualidade” na união monetária.

Tendo em vista os fatores observados, percebe-se a situação frágil da soberania monetária grega. As assimetrias, suas próprias políticas fiscais, que geraram uma balança deficitária, a sua participação em um arranjo monetário que impossibilita o controle do país

sob a emissão de moeda e o câmbio faz com que esse Estado perca autonomia para usar suas políticas em favor de seu modelo econômico, e que ainda gera perda credibilidade no mercado financeiro pelo fato de que o país não tem como garantir liquidez, já que não controla o BCE.

Os pacotes de austeridade, mesmo que tenham sido uma alternativa para liquidez, ainda que insustentável, colocou a Grécia em uma posição passiva em relação às mudanças internas que foram impostas no país e planejadas de acordo com seus credores. Um outro fator de desvantagem para a soberania monetária da Grécia são os títulos, que seriam uma opção de melhora no contexto da crise, mas que mostrou ineficácia no caso do país, pois mesmo que utilizando o euro, há uma fuga de qualidade para países como a Alemanha, por ser considerado mais seguro, gerando mais escassez de liquidez no mercado grego, o que leva a insustentabilidade de suas dívidas, e que por fim se torna uma ameaça à independência e autonomia monetária e política do país, como afirmado pelos estudos de Cohen (2013).

Conclui-se que a soberania grega foi atingida por esses vários fatores discutidos durante o trabalho. Pode-se notar que esses problemas todos tem ligação direta ou indireta não só com a inflexibilidade das políticas monetárias grega, por fazer parte da zona do euro, mas também com a questão das dívidas e de uma balança insustentavelmente desequilibrada que mina a credibilidade do país e faz com que gere uma fuga de capital para países mais seguros. Ao necessitar recorrer aos pacotes de resgate em busca de liquidez sua autonomia é ameaçada novamente, gerando um ciclo que alimenta cada vez mais a crise.

## BIBLIOGRAFIA

AGLIETTA, Michel. **Zona do Euro : Qual Futuro ?**. Michalon Editions. Paris, 2012.

AINGER, John. **These Nations Faced Bankruptcy: Now Their Bonds Yield Nothing**. Disponível em: < <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-08-19/these-nations-faced-bankruptcy-now-their-bonds-yield-nothing> >. Acessado em 26 de novembro de 2019.

ALLEN, William e MOESSNER, Richhild. **The Liquidity Consequences of the Euro Area Sovereign Debt Crisis**. Em World Economics Journal. Disponível em: <<https://www.world-economicsjournal.com/The%20Liquidity%20Consequences%20of%20the%20Euro%20Area%20Sovereign%20Debt%20Crisis.details?AID=548>>. Acessado em 15 de novembro de 2019.

ANGYAL, Zoltán. **Monetary Sovereignty and the European Economic and Monetary Union**. University of Miskolk. 2009.

AREZKI, Rabah et al. **Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence From the European Debt Crisis**. Maastricht, 2011.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **O capital e suas metamorphoses**. Editora Unesp. São Paulo, 2013.

BELLUZZO, Luiz e COUTINHO, Luciano. **“Financeirização” da Riqueza, Inflação de Ativos e Decisões de Gasto em Economias Abertas**. Campinas, 1998.

BEM, Augusto Pinho de; JUBRAN, Bruno Mariotto. **A ampliação das assimetrias da Zona do Euro como fator da crise grega**. Porto Alegre, 2015.

BLIKSTAD, Nicholas Magnus Deleuse e OLIVEIRA, Giuliano Contento. **A instabilidade financeira na zona do euro e a crise dos PIIGS (2008-2013): uma abordagem minskiana**. Rio de Janeiro, 2018.

BOURNAKIS, Ioannis; CHRISTOPOULOS, Dimitris; PALIVO, Theodore e TSOUKIS, Christopher. **Political Economy Perspectives on the Greek Crisis : Debt, Austerity and Unemployment**. 2017.

BITZENIS, Aristidis; PAPADOPOULOS, Ioannis; VLACHOS, Vasileios. **Reflections on the Greek Sovereign Debt Crisis**. Cambridge Scholars Publishing. New Castle, 2013.

CALVO, Guillermo. **Monetary Policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, and Lender of Last Resort**. 2006.

CARFÌ, David; SCHILIRÒ, Daniele. **Coopetitive Game Solutions for the Greek Crisis**, Messina, 2014.

CESARATTO, Sergio e STIRATI, Antonella. **Germany and the European and Global Crises**. Departamento de Economia da Universidade de Siena. 2011.

CHODOROW-REICH, Gabriel, KARABARBOUNIS, Loukas e KEKRE, Rohan;. **The macroeconomics of the Greek depression**. Chicago, 2019.

COHEN, Benjamin. **Currency and State Power**. Em FINNEMORE, Martha e GOLDSTEIN, Judith. *Back to Basics*. Oxford University Press. Nova York, 2013.

CALVO, Guillermo; IZQUIERDO, Alejandro e TALVI, Ernesto. **Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises**. Cambridge, 2006.

CONWAY, P. e NICOLETTI, G. **Product Market Regulation in the Non-Manufacturing Sectors of OECD Countries: Measurement and Highlights**, OECD Economics Department Working Papers, Paris. 2006

COSTA, Guapo. **A moeda única europeia: entre a construção monetária e a desconstrução europeia**. Lisboa, 2016.

COSTA, Olivier. **A União Europeia e sua política exterior: história, instituições e processo de tomada de decisão**. Fundação Alexandre Gusmão. Brasília, 2017.

DRAGHI, Mário. ECB 'ready to do whatever it takes'. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/6ce6b2c2-d713-11e1-8e7d-00144feabdc0>>. Acesso em 25 de novembro de 2019.

FLASSBECK, Heiner e LAPAVITSAS, Costas. **The Systemic Crisis of the Euro – True Causes and Effective Therapies**. 2013.

FRANGAKIS, M. **Social Actors – Trade Unions and Social Movements em Privatisation against the European Social Model**. 2009.

GLENNCROSS, Andrew. **Politics of European Integration: Political Union or a House Divided**. 2013.

GOLDSTEIN, Judith; KEOHANE, Robert. **Ideas and Foreign Policy: Beliefs, Institutions, and Political Change**. Cornell University Press, 1993.

GOODHART, Charles. **The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas**. 1998.

GOURINCHAS, Pierre; PHILIPPON, Thomas e Dimitri VAYANOS. **The Analytics of the Greek Crisis**. National Bureau of Economic Research. 2016.

GRAUWE, Paul. **La gobernanza de una frágil eurozona**. CESifo Group Munich, 2011.

GRAUWE, Paul. **The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets**. CESifo Group Munich, 2013.

GROS, Daniel e SCHOENMAKER, Dirk. **European Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union**. No Journal of common Market Studies. 2014.

GUTTMANN, Robert e PLIHON, Dominique. **Consumer debt and financial fragility**. Em **International Review of Applied Economics**. 2010.

HAAS, Ernst B. **Beyond the Nationstate: Functionalism and International Organizations**. California: Stanford University Press, 1964.

JESUS, Diego de. **Os processos de partilha da soberania na União Européia**. Rio de Janeiro, 2009.

JOHNSTON, Matthew. **Understanding the downfall of Greece's Economy**. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/articles/investing/070115/understanding-downfall-greeces-economy.asp>>. Acesso em 10 set. 2019.

KARAMESSINI, Maria. **Women and austerity: the economic crisis and the future for gender equality**. Nova York, 2014.

KAUFMANN, Daniel; KRAAY, Aart. **Governance Matters VIII: aggregate and individual governance indicators 1996-2008**. The World Bank. 2006.

KIRSHNER, Jonathan. **Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power**. Princeton University Press. Nova Jersey, 1995.

KREGEL, John. **East Asia is Not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflations**. Levy Economics Institute. 1997.

LAKATOS, Maria; MARCONI, Marina. **Metodologia Científica**. Editora Atlas, 2011.

MAVROUDEAS, Stavros. **Troika's economic adjustment programmes for Greece: why they fail Systematically?**. 2018.

LAVOIE, Marc. **Post-Keynesian Economics – New Foundations**. Edward Elgar Publishing. Edward Elgar Publishing Ltd. Massachusetts, 2014.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an Unstable Economy**. Em Levy Economics Institute of Bard College, 1986)

MITSOPOULOS, Michael; PELAGIDIS, Theodore. **Understanding the Crisis in Greece: from boom to bust**. Palgrave Macmillan UK. 2011.

MONNET, Jean. **Memórias: a Construção da Unidade Europeia**. Doubleday & Company. Nova York, 1976.

**OECD Economic Surveys: Greece 2013**. OECD. Disponível em: < [https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-greece-2013\\_eo\\_surveys-grc-2013-en](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-greece-2013_eo_surveys-grc-2013-en)>. Acessado em 29 de setembro de 2019.

OLIVEIRA, G.; DEOS, S.e WOLF, P. **A Crise Europeia e os Limites Do Ajuste Deflacionário**. Editora Campus, 2012.

OLIVEIRA, Rodrigo. **A Evolução do Conceito de Soberania e o Direito da União Europeia**. Minas Gerais, 2015.

PETRAKIS, Panagiotis. **The Greek Economy and the Crisis: Challenges and Responses**. 2012.

PISTOR, Katharina. **From Territorial to Monetary Sovereignty**. Columbia Law School, 2017.

RICHARDSON, James. **The ethics of Neoliberal Institutionalism**. Oxford University Press. Nova York. 2008.

ROSAMOND, Ben. **Theories of European Integration**. Red Globe Press. Londres, 2000.

SILVA, Geraldo; DORNELES, Josiane. **A crise grega e os seus desdobramentos: uma abordagem de jogo dinâmico com informação incompleta entre a Grécia e a Troika**. Sorocaba, 2016.

STOURNARA, Yannis. **The impact of the Greek sovereign crisis on the banking sector – challenges to financial stability and policy responses by the Bank of Greece**. Disponível em: < <https://www.bis.org/review/r160628a.htm>>. Acesso em 5 de setembro de 2019.

TIMMER et al. **Slicing up global value chains**. Journal of economic perspectives. 2014.

TOPOROWSKI, Jan. **International credit, financial integration and the euro**. Em Cambridge Journal of Economics. 2013.

TORRES, Francisco; MAIOR, Paulo. **A contribuição da teoria das relações internacionais para a explicação do processo de integração monetária europeia**. Lisboa, 2013.

VASCONCELOS, Jaqueline; AZEVEDO, Álvaro. **A crise da soberania e a União Europeia: da Paz de Vestfália à Paz Perpétua**. Recife, 2015.

ZAIRIS, Antonios. **The course of foreign direct investment in the greek economy**. East-West Journal Of Economics And Business. Atenas, 2016.

ZIMMERMANN, Claus D. **The concept of Monetary Sovereignty Revisited**. Em European Journal of International Law, volume 24. Disponível em < <https://academic.oup.com/ejil/article/24/3/797/481576>>. Acessado em 9 de outubro de 2019.