

Integração financeira e regulação bancária na Europa sob o capitalismo financeirizado

Alexandre Favaro Lucchesi ¹

Resumo

Este trabalho propõe discutir a completude da integração financeira europeia a partir da revisão dos debates sobre a área monetária ótima e a dominância financeira, partindo-se da hipótese de que a união monetária tem caráter irreversível. Por meio da avaliação da proposta oficial da Comissão Europeia, face às interpretações alternativas, analisa-se o estágio atual da integração financeira e da regulação bancária na União Europeia, considerando-se indicadores do Banco Central Europeu e da Eurostat. Em seguida, são apresentados os avanços recentes na adequação ao regime atual de regulação financeira e bancária, a exemplo da proposta de união bancária, bem como perspectivas de reformas para o bloco. Conclui-se que o Tratado de Maastricht é um arranjo rígido, mas incompleto, sendo que a federalização na zona do euro, administrativa e fiscal, é um destino razoável face às pressões pela saída de países do acordo.

Palavras-chave: Euro; Integração financeira; Financeirização; Regulação bancária; Banco Central Europeu.

Abstract

This paper discusses the completeness of the European Union according to a bibliographic review on the debates of Optimal Currency Area and Financial Domination. The hypothesis is that the monetary union in Europe is irreversible. The current stage of bank regulation and financial prudential supervision is analyzed through a debate of the official purposes of the European Commission and alternate views, with the background of European Central Bank's financial integration indicators. Then we present advances of the current framework. After presenting not only recent facts and negotiation issues, i.e. the European Bank Union, but also some possible reforms, the main conclusion is that the Maastricht Treaty is rigid nevertheless incomplete, pointing to fiscal and administrative federalization of the euro area as a reasonable fate, if one has in mind the pressure over members for deserting the agreement.

Keywords: Euro; Financial integration; Financial domination; Bank regulation; European Central Bank.

(1) Graduado em Ciências Econômicas pelo IE/Unicamp, fez mestrado em Economia Política na PUC-SP na área de Economia Brasileira e Monetária, acerca da atuação do Banco do Brasil no governo Lula. Atualmente cursa o Doutorado em Economia no IE/Unicamp, com projeto de tese sobre a integração financeira e a regulação bancária na União Europeia. E-mail: al-lucchesi@uol.com.br.

Introdução

A União Europeia (UE) é um esforço histórico de coordenação econômica, talvez um dos maiores já empreendidos. O bloco representa importante polo potencial de geração de emprego e renda, tanto pela tradição cultural como pela capacidade tecnológica e dinamismo produtivo. Entretanto, ao longo do período desde 1970 até hoje, verificou-se na Europa um nível baixo de atividade em comparação às Américas e à Ásia, muito embora se tenha argumentado a importância da união como forma de organização ideal para superar a fricção e permitir alocação ótima de fatores, no sentido de maximizar a dinâmica e auferir crescimento.

A crise atual que assola os países da UE e, principalmente, da zona do euro² desde 2009, pelos impactos da crise internacional de crédito, enseja uma reflexão sobre as propostas de integração como caminho para o crescimento econômico sustentado. O longo processo de integração europeu, cujo ápice foi o estabelecimento do euro, em 1999, configura-se num paradigma em nível mundial, e o momento crítico ora enfrentado levanta questões sobre a sustentabilidade do arranjo.

O modelo de integração monetária e financeira da UE ainda não havia atravessado um período crítico tão intenso. Originalmente restrita aos países da Europa Meridional, inicialmente a Grécia, em maio de 2010, e no mesmo ano Irlanda, seguida de Portugal em maio de 2011, a crise afetou a confiabilidade de economias maiores em julho de 2012, como a Espanha, a Itália e até mesmo a França. A recessão e a ameaça ao equilíbrio das contas públicas em alguns desses países encaminham os olhares para a efetividade das políticas monetária, financeira e bancária do Banco Central Europeu (BCE)³, algo que remete às origens da integração europeia e à estruturação de seus propósitos. E, no início

(2) A UE é composta por 28 membros, sendo que o euro já foi adotado como moeda única por 19 – Bélgica, Alemanha, Estônia, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Áustria, Portugal, Eslovênia, Eslováquia, Finlândia Lituânia e Letônia, formando assim a chamada “zona do euro”. Há 7 países – Bulgária, Croácia, República Tcheca, Hungria, Polônia, Romênia e Suécia – que atualmente não utilizam a moeda, e 2 – Dinamarca e Reino Unido – que são membros do bloco, mas optaram por não utilizar o euro, segundo opção de exclusão no Tratado de Maastricht. Enquanto estes dois últimos estão dispensados de participar da zona do euro, os países restantes que ainda não preenchem as condições estabelecidas para a adoção da moeda única (muitos dos novos Estados Membros e a Suécia), substituirão as suas moedas nacionais pelo euro quando o fizerem.

(3) O BCE trabalha com os bancos centrais de todos os países membros, formando o Sistema Europeu de Bancos Centrais (disponível na página virtual oficial: <http://europa.eu>).

de 2015, a crise na Grécia resultou na eleição do grupo político de esquerda Syriza, disposto a rever as exigências feitas pelo BCE, pela Comissão Europeia (CE)⁴ e pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) como contrapartida ao auxílio oferecido ao país para recuperação econômica.

O debate sobre a eficiência e a pertinência da UE tem sido feito majoritariamente sob a ótica dos modelos de integração econômica. Nos anos 1960, paralelamente à crescente penetração da dinâmica financeira, consolidaram-se interpretações como a da “área monetária ótima”, o arranjo supostamente mais eficiente possível de integração para um espaço econômico. Partindo deste paradigma teórico, a especificidade da UE pode ser discutida, numa perspectiva keynesiana, como um caso de integração de distintos países sob a coordenação da Alemanha, que é responsável pelo arranjo da instituição monetária e financeira soberana, o BCE. Assim, debate-se a eficiência do modelo de áreas monetárias ótimas para o caso europeu contrapondo-se a interpretação ortodoxa, proponente de regras austeras de política macroeconômica e de liberalização financeira, à referida interpretação keynesiana, que critica a necessidade de impor tais regras a economias diferentes, chamando a atenção para a possível iniquidade de seus efeitos. De maneira extrema, a pertinência da União Monetária Europeia (UME), consolidada pela moeda comum, o euro, também pode e deve ser discutida nessa perspectiva.

Por outro lado, o debate sobre a integração financeira da UE remete às consequências da dinâmica geral do capitalismo desde os anos 1970, especificamente na zona do euro. Isto é, a partir do eixo teórico interpretativo que indica como lógica econômica dominante a da esfera financeira, desde o final do acordo de Bretton Woods, entende-se que o euro estabeleceu-se como uma referência para a riqueza na Europa de tal sorte que o debate de visões sobre a pertinência e a eficiência da “área monetária ótima” desemboca numa outra discussão, que é a natureza das propostas de adequação a essa lógica. Elementos indicam estágio avançado de entrelaçamento financeiro das economias do bloco.

(4) A CE é um órgão de debate e de proposta de legislação para a UE que representa os interesses da união em seu conjunto. Pode propor, pelo direito de iniciativa, leis ao Parlamento Europeu e ao Conselho da UE e assegura a correta aplicação do direito europeu pelos países da UE. O termo “Comissão” tanto se refere aos membros nacionais da CE (os Comissários) como à própria instituição no sentido mais lato.

O momento atual é de discussão sobre o futuro do euro. A moeda única, que concretiza a proposta de uma área monetária comum, enfrenta uma crescente contestação de seus fundamentos, trazendo à tona a discussão sobre a possibilidade de alterá-los, ou não. Nesse sentido, rever o aparato bancário europeu, na dimensão do grau de integração financeira, é uma decorrência da discussão dos fundamentos e da política do BCE, agente regulador e supervisor principal do bloco.

Na primeira seção, conduz-se um debate teórico sobre a “área monetária ótima” e as implicações das propostas de austeridade como regra comum para ingresso e atuação na UE, frente à interpretação keynesiana que critica a necessidade dessas propostas. Na segunda seção, abre-se espaço para uma visão que enfatiza o papel das moedas e das finanças na dinâmica de integração europeia, permitindo avaliar seus limites e possibilidades, bem como considerar pontos importantes sobre a viabilidade do arranjo atual. Na terceira seção, apresentam-se primeiramente dados e indicadores sobre a integração financeira na UE de modo avaliar seu estágio atual, para em seguida elencar alguns dos avanços na complementação do arranjo regulatório do setor financeiro e bancário. Por fim, apresentam-se as conclusões.

1 Síntese da discussão sobre integração econômica

Tendo como marco a crise, a discussão sobre integração enseja o debate entre as abordagens pró austeridade, de um lado, e keynesiana, de outro, acerca tanto da atuação do BCE como do arranjo atual de supervisão financeira na UE e regulação bancária na zona do euro.

Na interpretação ortodoxa sobre integração monetária, os objetivos centrais⁵ são a liberalização dos mercados e a estabilidade do nível geral de preços, de modo que as políticas regionais obedeçam a um padrão uniforme. Os efeitos⁶ comumente esperados de uma integração econômica, segundo essa interpretação, seriam o incremento do comércio e o controle da inflação, articulados a um alinhamento de política monetária.

(5) Cf. McKinnon (2004) para uma revisão detalhada desses objetivos.

(6) Cf. Peruffo (2012).

Nos anos 1960, Mundell (1961) questionou os mecanismos de flutuação das taxas de câmbio e a possibilidade de criação da chamada “área monetária ótima”, visando compreender se é vantajosa a existência de uma moeda única. O modelo de Mundell levou à conclusão de que a “área monetária ótima” se estabelece, ou pode se estabelecer, quando a mobilidade de fatores de produção substitui a necessidade de flutuação cambial como forma de equalizar áreas econômicas distintas⁷. A visão ortodoxa indica que uma consequência da integração regional seria a tendência de “convergência econômica real” para os integrantes do bloco, refletindo a melhor alocação possível dos fatores de produção.

O processo de integração econômica e monetária tem acompanhado a evolução da UE desde sua fundação, no Tratado de Roma (1957), quando os Estados Membros concentraram-se na criação do mercado comum. Contudo, com o tempo, tornou-se clara a necessidade de uma cooperação econômica e monetária mais estreita para o avanço do processo⁸. A concretização da UME e a adoção de uma moeda única somente se consolidaram no Tratado de Maastricht (1992), quando foram estabelecidas as normas para a introdução da moeda única, os objetivos da UME e as responsabilidades de cada Estado Membro, bem como as condições que devem ser preenchidas para a adoção do euro. Trata-se dos “critérios de convergência”, ou “critérios de Maastricht”, justamente a estabilidade de preços, com um nível de inflação baixo, a estabilidade das taxas de câmbio e a solidez das finanças públicas.

Em termos gerais, a visão keynesiana é bastante crítica quanto aos efeitos de uma integração guiada pelo mercado e entende ser fundamental a intervenção do Estado nesse processo. Por exemplo, setores e países desiguais deveriam receber tratamento isonômico, ou seja, cada qual conforme suas necessidades, pois uma política generalizada, ou mesmo a ausência de políticas específicas, tenderia a perpetuar e ainda ampliar as desigualdades existentes entre os países membros (Amado; Mollo, 2004, p. 144). Se há diferenças relevantes de recursos entre estes, o grau de incerteza e de preferência pela liquidez é maior na “periferia” do bloco do que no “centro”, no qual, por sua vez, existem condições relativamente mais favoráveis ao financiamento. Isto pode afetar as decisões de investimento e

(7) Cf. Amado e Mollo (2004; p. 132) para uma crítica desta abordagem, considerada uma das principais sobre o tema.

(8) Disponível na página virtual da CE: <http://ec.europa.eu>.

consequentemente acentuar desigualdades regionais, com possível concentração do sistema bancário (Ibid, p. 137).

Dentro da dimensão financeira, o estabelecimento de um bloco pode ter por meta a redução da instabilidade macroeconômica, estando em foco consolidar o financiamento de longo prazo (Deos; Mendonça; Wegner, 2010). Como exemplo de instrumentos alternativos para tal consolidação, advoga-se o manejo de liquidez por parte do Estado, promovendo políticas anticíclicas e articulando instituições no sentido de suprir o mercado e garantir a realização de investimentos.

É importante destacar que essa interpretação keynesiana sobre a integração financeira na UE problematiza o propósito do BCE, desde sua concepção – dentro dos paradigmas ortodoxos da austeridade e das regras do acordo de Maastricht entre os membros da UE –, até os objetivos principais do banco, quais sejam, manter a estabilidade de preços e salvaguardar o valor da moeda⁹. Na base deste programa estão as recomendações de superávit ou equilíbrio fiscal a todos os países membros da zona do euro, de acordo com o Pacto de Estabilidade e Crescimento, de julho de 1997, assim como a orientação da política monetária do próprio BCE, que se baseia em metas de inflação. Até 2007, os países membros lograram resultados satisfatórios quanto a esses objetivos, enquanto o ciclo de liquidez internacional favoreceu o crescimento econômico. Entretanto, o crescimento da região não foi expressivo, efeito também da rigidez do BCE em relação à condução de suas políticas (Arestis; Sawyer, 2012, p. 2-8).

Os parâmetros monetaristas segundo os quais o BCE atua remetem à Comissão Delors (1988-1992) e ao Tratado de Maastricht, resultantes da negociação entre Alemanha e França principalmente, quando foram definidos o euro como moeda comum e o funcionamento do BCE a partir da estrutura do banco central alemão (Bundesbank) (Bellofiore, 2013, p. 505). Contudo, tal arranjo teve implicações crescentemente restritivas sobre o desempenho do bloco.

(9) Nos primeiros três anos desde sua criação, em primeiro de janeiro de 1999, o euro foi uma moeda invisível, apenas utilizada para fins contábeis – por exemplo, em pagamentos eletrônicos. As notas e moedas de euro entraram em circulação em 1º de janeiro de 2002, substituindo as então notas e moedas nacionais (por exemplo, o franco belga e o marco alemão), a taxas de conversão irrevogáveis. Disponível na página virtual oficial do BCE: <http://www.ecb.europa.eu>.

[...] The European 'single currency' was born with an original sin. From the beginning it embodied the tendency for permanent recessionary drift, differences in relative competitiveness among member nations, a wage squeeze, mounting social inequality, the dismantling of trade unions and continuous industrial restructuring. (Bellofiore, 2013, p. 504)

É neste sentido que existiria um viés no “coração” da dinâmica da UE, porque haveria uma filosofia monetarista e anti-keynesiana (Guttman; Plihon, 2011, p. 13) regendo a atuação do BCE, prezando por sua independência, pelas metas de inflação como objetivo principal e por balanços contábeis do setor público em equilíbrio (evitando, ao máximo, operações de resgate), estrutura que acarretou uma sobrevalorização do euro nos mercados financeiros.

Durante o ciclo de liquidez dos anos 2000, a zona do euro logrou os resultados de um modelo “neomercantilista” em que a Alemanha, seguida de Holanda e Dinamarca, liderou o processo de acumulação com forte ênfase na dinâmica exportadora de mercadorias de alto valor agregado, cujo destino principal foi o conjunto de países membros “periféricos” do bloco (Bellofiore, 2013, p. 503). Estes, por sua vez deficitários, não poderiam desvalorizar o câmbio, de modo que o ajuste deveria ser recessivo.

Apesar de a crise europeia não ter origem endógena, ela é perigosamente realimentada pelas características estruturais desse modelo “neomercantilista”, que favoreceu a Alemanha e que é levado adiante pelo BCE (Bellofiore, 2013, p. 505-507). Outra consequência desse modelo é a recomendação, como política, de um alto nível de poupança, quando, na verdade, a zona do euro enfrenta um problema dramático de ajustamento a uma “área monetária ótima”, uma vez que as transferências fiscais dos países “centrais” para os “periféricos” são insuficientes e a mobilidade do fator trabalho é baixa (Guttman, Plihon, 2011, p. 15). Após a efetivação da UME, os dois grupos de países evoluíram de maneira divergente, sendo que os “centrais” auferiram baixa inflação, dinâmica produtiva orientada pelas exportações, superávits comerciais e baixos déficits públicos, enquanto que, no grupo “periférico”, Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Itália enfrentam pressão sobre a inflação, elevados déficits públicos etc. Nesta separação dos grupos de países, a posição da França seria incerta (Ibid).

A crise das dívidas públicas seria um segundo estágio da crise financeira global, na qual a Europa sofreu mais profundamente as consequências do que os EUA. O impacto sobre Grécia, Irlanda e Portugal teria sido uma primeira fase do contágio, que em seguida atingiu Espanha, Itália e França. Desde então, os países “centrais” estão “exportando desemprego” para os “periféricos”, porque não há, no bloco europeu, variáveis independentes de ajustamento (Plihon, 2014). O problema dos desequilíbrios entre os países membros reside na divergência dos custos da produtividade do trabalho, em que apenas um dos reflexos é a crise das dívidas soberanas (Ibid). Assim, o desenvolvimento da área do euro tem sido parcial e incipiente porque a necessidade de obter equilíbrio nas contas nacionais tornou os novos países membros muito dependentes, enquanto que, no caso do sistema bancário, predomina a influência das instituições alemãs e francesas na UME (Serfati, 2014a).

2 Adequação à zona do euro sob dominância financeira

A irrupção da crise nos anos de 2010 a 2012 nos países do euro com déficit fiscal elevado refletiu “medidas adotadas para socorrer os bancos privados e para sustentar a demanda agregada em contexto de profunda recessão” (Freitas, 2011, p. 35). Contudo, a reversão dos incentivos fiscais e os sucessivos planos de austeridade adotados como resposta às pressões dos investidores internacionais contribuíram para aprofundar a fragilidade dos países do bloco (Ibid). Sendo assim, há um variado leque de interpretações que discute o arranjo regulatório da UE e as políticas do BCE com base no protagonismo que a questão financeira exerce.

A interpretação da “dominância financeira” denota que justamente os ativos financeiros são o critério máximo para o cálculo da produção e da alocação da riqueza (Braga, 2000). Ao longo da década de 1960, o dólar americano tinha hegemonia em crescente contestação, especialmente por países europeus como a França, enquanto que os negócios financeiros reproduziam-se cada vez mais longe dos controles prudenciais do acordo de Bretton Woods (Belluzzo, 2009, p. 286). No início dos anos 1980, os EUA retomaram sua hegemonia por meio da política de juros altos e de acordos internacionais com efeitos diretos sobre a atividade econômica de seus parceiros comerciais.

A crise do sistema europeu de moedas, em setembro de 1992, constituiu um marco de ampliação das operações especulativas, com o crescimento das operações com derivativos ligados à securitização de risco e à arbitragem financeira (Tavares; Melin, 1997, p. 63). O euro, visto como um exemplo de esforço para a formação de uma “área monetária ótima”, nasceria hierarquicamente subordinado à dominância financeira do dólar americano nos mercados globalizados, porque estaria sobrevalorizado¹⁰ em relação à moeda dos EUA, desde o Acordo de Plaza¹¹ (1985), incutindo portanto um baixo dinamismo das exportações dos países da UE como um bloco, ainda que a atividade comercial interna crescesse (Ibid).

A crise financeira de 2008 e 2009 denotou o momento em que o padrão de acumulação “financeirizado” teve os efeitos mais profundos, mostrando, como característica, a interpenetração, pela via da securitização, do sistema bancário com o mercado de capitais, sendo o dólar americano a moeda nacional que garantiu tal processo. Justamente o fato de a referência ao dólar crescer conforme cresce a dívida pública dos EUA (Tavares; Melin, 1997) aponta a capacidade desse país de estabelecer um regime de acumulação “financeirizado” sob sua garantia, e de expandir tal padrão para o resto do mundo. O colapso, previsto pelas teorias da demanda efetiva e da fragilização financeira (Minsky, 2011), teve tamanho surpreendente porque atingiu grande diversidade de agentes e de Estados nacionais (Braga, 2009). A crise *subprime* das hipotecas americanas contaminou seguradoras e bancos mundialmente, uma vez que a dinâmica de crescimento incorporou o consumo individual por meio da securitização de todo tipo de fluxo de caixa recebível (Belluzzo, 2013, p. 142). Enquanto isso, na Europa, os títulos do tesouro dos governos “periféricos” desempenharam, ao longo da década de 2000, principalmente para os bancos alemães e franceses, um papel similar ao dos créditos *subprime* americanos – um caminho encontrado pelos lucros auferidos nas finanças em direção à finança “tóxica” (Bellofiore, 2013, p. 505).

O euro apresentou-se, desde sua adoção em 2002, como uma alternativa à moeda de referência, o dólar, mas não foram desenvolvidos instrumentos automáticos de salvamento quando da eclosão de crises nos países membros. Isto

(10) O euro surgiu do amadurecimento de uma estratégia defensiva face aos dilemas e constrangimentos do fim do regime de Bretton Woods, sendo consenso a criação de uma moeda única e forte.

(11) Os americanos queriam o dólar competitivo, mas não abriram mão dos juros elevados, de modo que os outros países industrializados (os europeus e o Japão) elevaram suas taxas de juros acima da dos EUA.

é, a UME foi alcançada com a adoção do euro, mas os mecanismos para a gestão da instabilidade não foram garantidos, e uma vez que a crise financeira de crédito atingiu Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha – cujos níveis de endividamento público acarretaram estresse financeiro, tornando imperativos auxílios monetários –, evidenciaram-se a fragilidade e a incompletude do arranjo (Oliveira, 2012, p. 558).

2.1 Considerações sobre a saída do euro

Em diferentes interpretações, trabalha-se com a possibilidade de saída de países “sob estresse” financeiro da zona do euro. Por exemplo, seria possível estabelecer na Europa um sistema monetário múltiplo, sendo este separado em uma moeda interna e outra externa aos países membros, de modo que a Europa constituiria uma “*multispeed zone*”, cada qual com uma particular paridade do “euro interno” (Mazier; Petit, 2013, p. 527). Há também visões que propõem transformar o euro numa moeda padrão de referência, do tipo “bancor”, proposta original de John Maynard Keynes, durante as negociações de Bretton Woods, em 1944. Por exemplo, Amato e Fantacci (2012) entendem que tanto a ausência de uma moeda-padrão internacional como o próprio comércio de moedas já gerou perdas muito custosas, de modo que a crise recente enseja a revogação da lógica financeira atual.

Tão incisivas são também as interpretações que recomendam a resolução do estresse financeiro de países do euro pela revogação da moeda única e pela volta às moedas nacionais. Dentre essas interpretações, Huerta González (2014) assinala que a UME consolida um círculo vicioso, pois as regras de adequação ao padrão monetário entram em conflito com as possibilidades de manejo da política econômica de cada país membro. A Alemanha seria o maior beneficiado com a dinâmica do euro, com implicações para os setores estratégicos dos países devedores, algo que a torna onipotente de maneira similar (e assustadora, inclusive) às suas próprias pretensões na Segunda Guerra Mundial. E, pelo fato de os alemães reprovarem recorrentemente medidas de intervenção soberana pelo BCE, especialmente no que concerne à ampliação de liquidez por meio de aquisição de ativos públicos dos países “sob estresse” financeiro, o arranjo proposto impediria uma saída desse círculo vicioso sem afetar a estabilidade

monetária, que é foco fundamental da instituição reguladora. Basicamente, é esta a razão para se denotar, por um lado, perda de soberania de política econômica das nações que não emitem sua moeda e, por outro, para se defender o abandono de tal modelo (Ibid).

Contudo, a saída de qualquer país do euro ou até mesmo da UE seria inconveniente não apenas politicamente, como ao mesmo tempo dispendiosa, se levado em conta o atual momento crítico na Europa. Bellofiore (2013, p. 510) propõe que os chamados Eurobonds, títulos de dívida sob custódia do BCE, constituam os fundamentos de uma expansão coordenada dos gastos e do investimento na Europa, dentro da perspectiva de que uma nova política embasada no gasto público seria a única saída para a crise, cuja natureza é, segundo Minsky (2011, p. 88), um endividamento profundo e sistêmico.

Nesse sentido, o grau considerável de cruzamento entre operações dos bancos europeus para além das fronteiras dos sistemas nacionais, como consequência da UME, consiste numa restrição crucial para a suposta intenção de qualquer país de concretizar a saída do euro. E isto em pelo menos duas dimensões: a) ainda que não utilizasse mais a moeda, o país em questão continuaria profundamente ligado ao euro, devido às operações que estão nos balanços dos bancos; e b) o ajuste convencional ou “ricardiano”, com base seja na desvalorização de salários (devido aos impactos recessivos decorrentes do rompimento da paridade cambial), seja no *default* de dívidas soberanas (no caso de um país em crise de solvência), geraria uma espiral deflacionária dos ativos financeiros que agravaria, em proporções imprevisíveis, todo o sistema bancário europeu (Toporowski, 2013, p. 580-581), inclusive com efeitos prováveis sobre os países que não utilizam o euro¹².

Além de medidas que sustentem a liquidez sistêmica, Toporowski (2013, p. 582-583) entende que uma solução mais efetiva do que a deflação de ativos e a instabilidade financeira, que podem ser transmitidas de países deficitários para os superavitários, é manter os níveis de déficit fiscal primário e de investimento dos governos (elevando este último, principalmente), até o ponto em que esteja garantido o crescimento do produto em velocidade maior do que o das

(12) Dentre outros, pode-se mencionar aqui, em especial, o Reino Unido, cuja relevante praça financeira, a City de Londres, está altamente conectada às operações em euro.

dívidas soberanas. O autor defende esta opção de ajuste por ser dinâmica, ou seja, com crescimento econômico é possível garantir a rolagem sustentável dos compromissos financeiros no longo prazo e cumprir os critérios estabelecidos no Tratado de Maastricht (Ibid, p. 583).

3 Andamento da integração monetário-financeira: um avanço fragmentário

O caso europeu é emblemático para a discussão de integração econômica, porque a principal questão desse processo repousa na dimensão financeira. Justamente a adequação à UME acarretou efeitos diferenciados entre os países membros. As diversas dinâmicas nacionais de desenvolvimento, a estrutura bancária e suas respectivas articulações políticas são confrontadas com o sistema rigoroso de padrões unificadores do BCE, que por sua vez simboliza tanto a “regra comum” para entrada na UE como, conseqüentemente, almeja garantir responsabilidade aos participantes.

Entretanto, nesse modelo supostamente rígido e eficiente encontram-se evidências de gargalos, vieses, ajustamento ineficaz, em suma, de incompletude. À discrepante forma de adequação de cada país membro ao Tratado de Maastricht somam-se os efeitos inerentes ao sistema financeiro liberalizado e globalizado.

3.1 Evidências empíricas

A partir da interpretação de que a zona do euro é uma “área monetária ótima”, um dos pontos principais deveria ser a sua capacidade de contornar choques críticos por meio da mobilidade dos fatores, pois não seriam necessários ajustes cambiais e/ou monetários.

No entanto, a divergência de indicadores como a taxa de inflação (Tabela 1) implica em diferentes consequências de uma política monetária única sobre o ajuste de cada país membro. Assim, uma fragilidade do projeto europeu teria sido a discussão insuficiente justamente sobre o impacto da presença no acordo de países com economias com diferenças estruturais (Arestis; Sawyer, 2012, p. 14).

Tabela 1

Inflação – taxa de mudança média anual – países selecionados (2001-2014)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Alemanha	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8
Irlanda	4,0	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,9	0,5	0,3
Grécia	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,3	4,7	3,1	1,0	-0,9	-1,4
Espanha	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,5	-0,2
França	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6
Itália	2,8	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,2
Reino Unido	1,4	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5
Portugal	3,3	2,5	2,1	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	-0,2

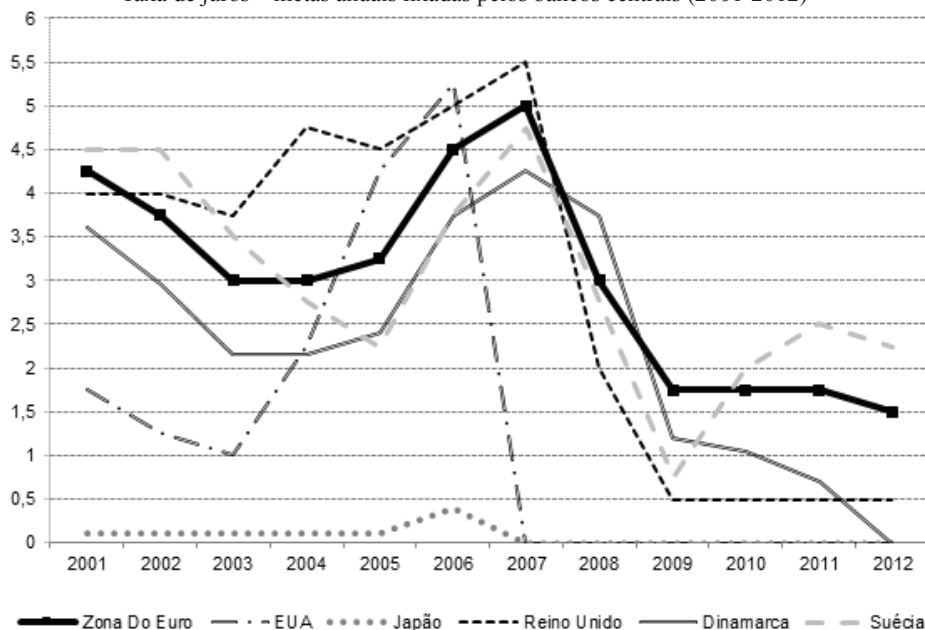
Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

Com a agudização da crise de crédito, o BCE executou uma redução da taxa de juros (Gráfico 1), concomitantemente a grandes economias, porém posteriormente aos EUA. Estes já haviam assumido uma política monetária anticíclica desde 2007. O BCE, por sua vez, em meados de 2008, chegou a atuar no resgate de países em crise da dívida soberana, inclusive contrariamente ao seu programa austero, e a partir de então proveu liquidez em grande quantidade, financiando gastos públicos desses países no mercado secundário (Bellofiore, 2013, p. 506).

Na verdade, tais medidas assumiram um caráter reativo e pouco efetivo do ponto de vista do combate à espiral especulativa financeira (Ibid). O papel dos bancos centrais em geral necessita de uma revisão (Plihon, 2014), porque a regulação do sistema deveria ser mais ampla. Nas correntes de interpretação dominantes entre os formuladores de política econômica, o papel dessas instituições é perseguir metas de inflação, de modo a manter a estabilidade monetária a par, por sua vez, das políticas de estabilidade bancária e financeira – o “princípio da separação” (Ibid). Atualmente, tal princípio foi abolido¹³ porque os bancos centrais são tidos como emprestadores de última instância no setor bancário, em consonância com o que se advoga na visão de Minsky. Não obstante, os bancos centrais poderiam ser, também, provedores de liquidez para todas as instituições financeiras, o que traria garantias para o sistema financeiro como um todo.

(13) Para Plihon (2014), Ben Bernanke, presidente do Fed, atuou de forma diversa de Trichet e Draghi, presidentes do BCE, no sentido de garantir a liquidez sistêmica. Trata-se de uma evidência de como foi limitado o papel do governo na Europa.

Gráfico 1
Taxa de juros – metas anuais fixadas pelos bancos centrais (2001-2012)



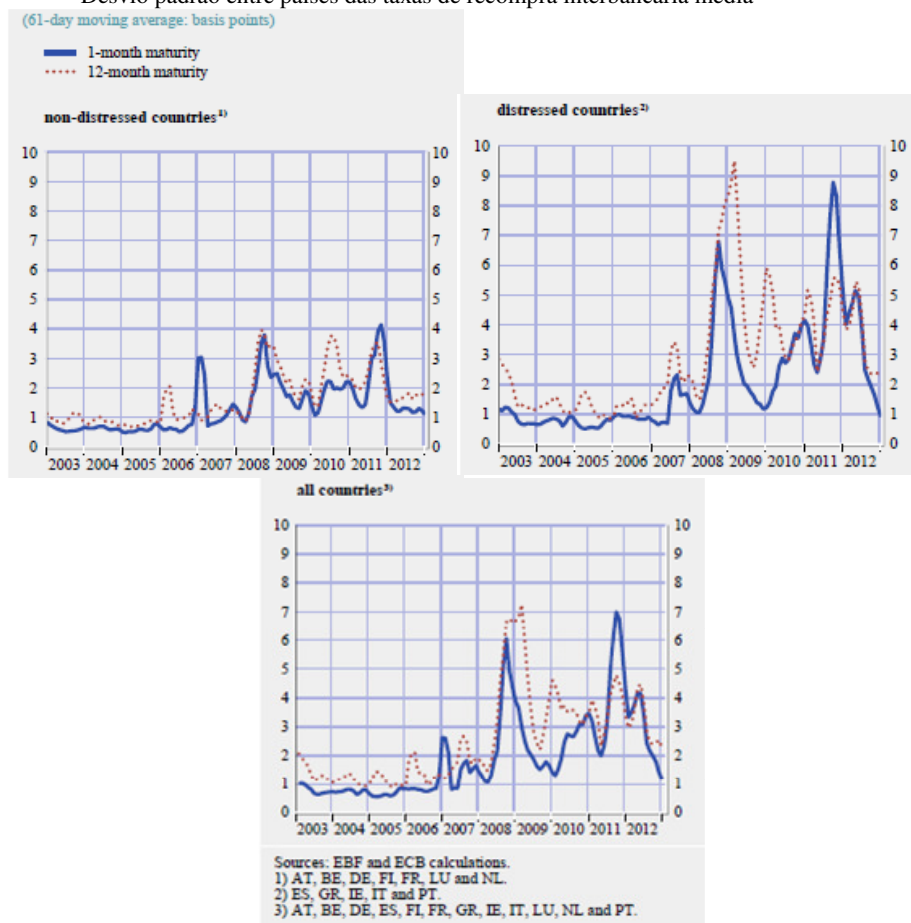
Fonte: Eurostat. Elaboração própria.

A atuação do BCE em bloco tem efeitos particulares sobre cada país membro. Uma análise da integração financeira na UE encontra-se no relatório anual de 2015 do BCE (ECB, 2015), por meio da separação de países segundo seu grau de desenvolvimento financeiro. A variável escolhida para análise foi a taxa de juros de longo prazo de títulos públicos com vencimento em aproximadamente dez anos. Cada grupo foi construído de acordo com a dispersão média em relação à taxa dos títulos da Alemanha. Nessa classificação, propuseram-se dois grupos: a) os países de altas taxas (países “sob estresse” financeiro: Chipre, Grécia, Irlanda, Itália, Portugal, Eslovênia e Espanha); e b) países com taxas baixas ou intermediárias (países que não estão “sob estresse” financeiro: Áustria, Bélgica, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Luxemburgo, Malta, Holanda e Eslováquia).

Nos indicadores monetários com base em quantidades, foi possível notar o maior desvio padrão na taxa EUREPO (Figura 1) – que é taxa de recompra interbancária média, segundo a qual um banco oferece fundos a algum outro – para países “sob estresse”. Esse maior desvio padrão no grupo de países “sob estresse” indica, ainda que não de forma determinística (EBC; 2015), fragmentação dos mercados. A respeito dessa tendência, Plihon (2014) aponta que haveria na zona do euro um fenômeno de “crises gêmeas”, como expressão de um círculo vicioso entre as crises bancária e das dívidas soberanas, uma vez que os governos socorreram os bancos e tomaram para si a pressão.

Figura 1

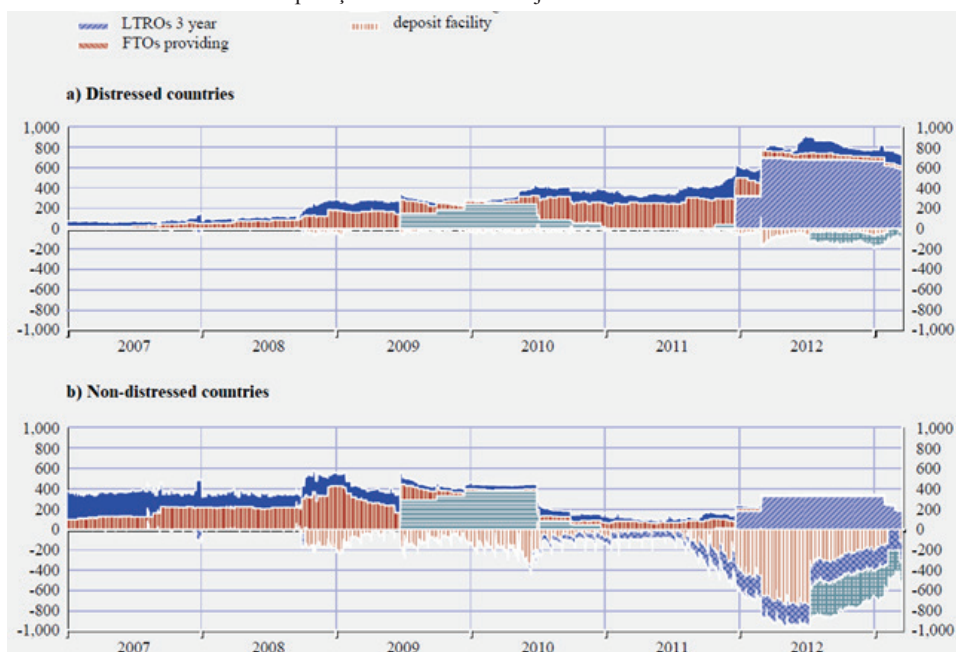
Desvio padrão entre países das taxas de recompra interbancária média



Fonte: ECB (2015).

Em concordância aos aspectos da integração monetária discutida na revisão bibliográfica, o indicador com base em quantidades dos recursos às operações de mercado e à janela de descontos (*standing facilities*) do BCE (Figura 2) mostra clara fragmentação entre os dois grupos de países – dado que se concentra nas operações de refinanciamento de longo prazo para três anos. Os que estão “sob estresse” (item a) captam liquidez, ao contrário dos que não estão “sob estresse” (item b), que por sua vez fornecem.

Figura 2
Recursos às operações de mercado e à janela de descontos do BCE



Fonte: ECB (2015).

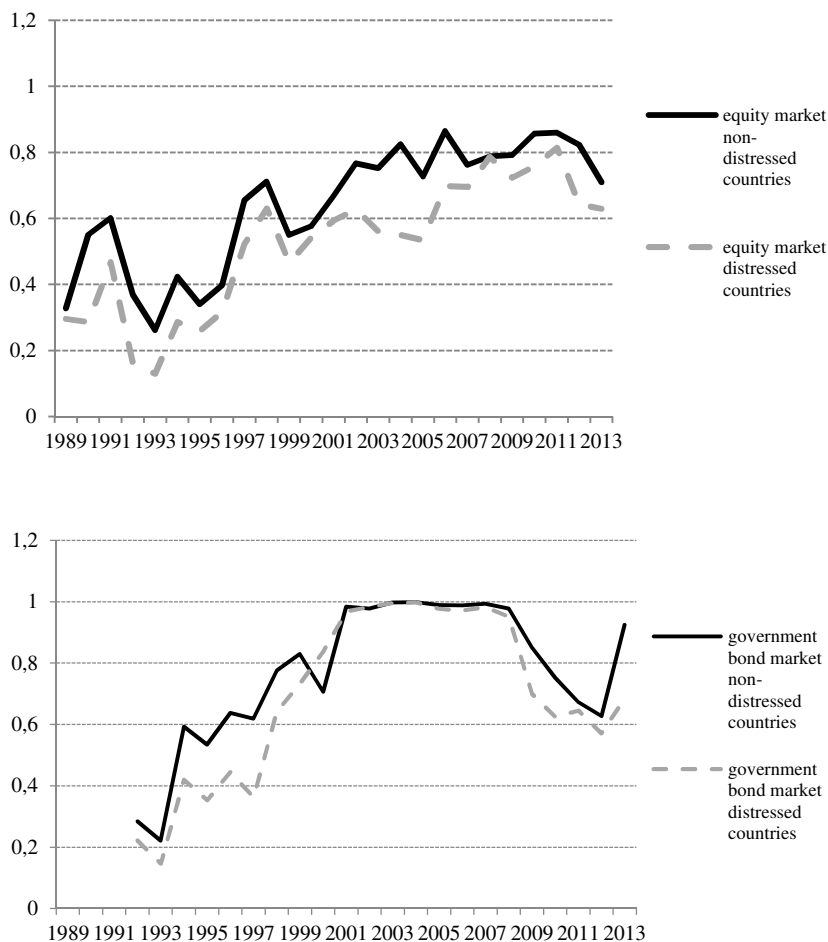
Não obstante os outros indicadores mostrem a fragmentação de tendências para os países membros, a medição de preços dos títulos securitizados, a partir de portfólios de fatores comuns¹⁴ (Gráfico 2), mostra o aprofundamento da

(14) O poder explanatório dessas carteiras repousa em cálculos econométricos que relacionam os retornos de ativos privados e de títulos públicos para cada país. A isto se complementa um cálculo médio entre países, variando de 0 (sem integração) a 1 (totalmente integrados). Os países são divididos nos grupos “sob estresse” ou não.

integração no mercado de ativos privados (*equity*) até 2013 quando há um recuo. No mercado público (*bonds*), o movimento que durou até meados de 2008, de integração crescente, inverteu-se com as crises das dívidas soberanas e retornou a patamares mais baixos em 2012, sendo que, em 2013, após operações de resgate, a tendência de integração foi retomada.

Gráfico 2

Integração nos mercados de títulos públicos e de ações baseada em portfólios de fatores comuns

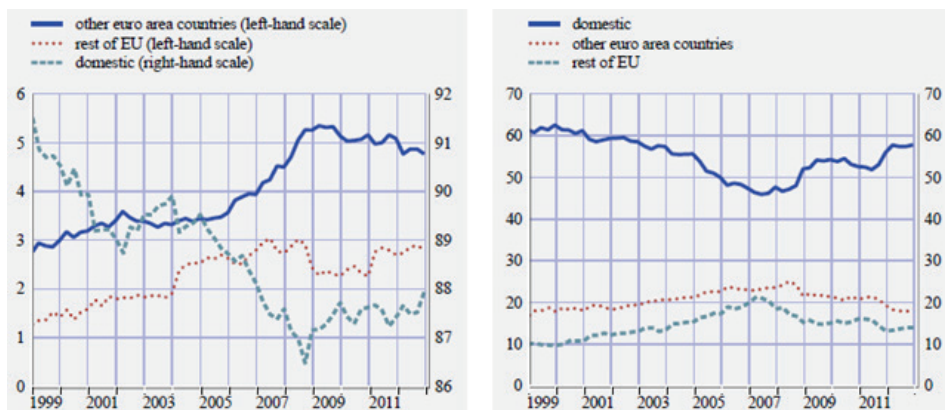


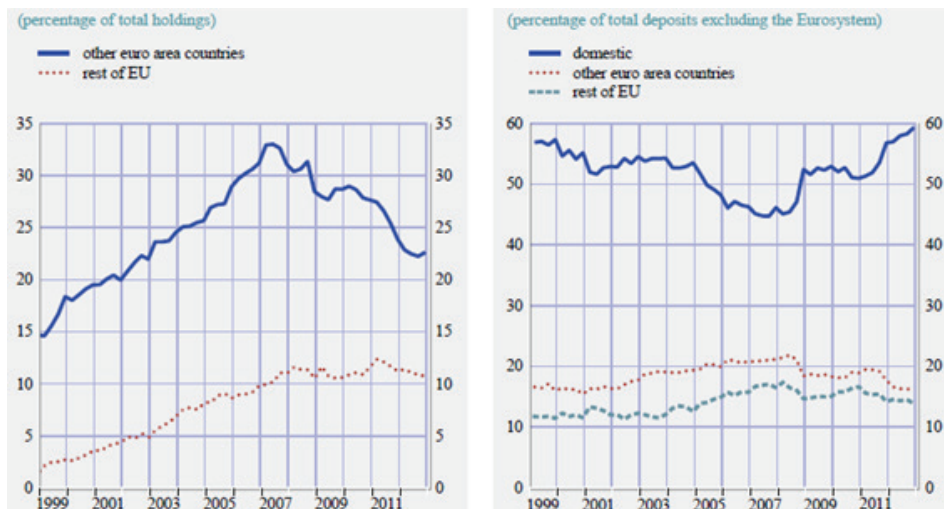
Fonte: ECB (2015). Elaboração própria.

Se, por um lado, o caráter dos bancos europeus é cada vez mais internacionalizado – afinal abrem suas operações financeiras a todos os países da zona do euro –, por outro o alcance dos sistemas de supervisão e de garantia de depósitos permanece em nível nacional (Plihon, 2013, p. 34). A eficiência do controle supranacional de instituições vinculadas ao BCE, como a Autoridade Bancária Europeia, criada em 2010, estaria em jogo, pois enfrenta problemas enquanto instrumento de regulação unificada, ao gerir pontos nevrálgicos colocados em evidência durante a crise. O regime de falência dos bancos evidenciou procedimentos nacionais cujas falhas implicam riscos sistêmicos e engendram a propagação de crises internas para além das fronteiras, em razão da dimensão internacional das atividades bancárias (Ibid).

É importante assinalar que indicadores bancários baseados em atividade (Figura 3) mostram a relevância das conexões entre os balanços das instituições financeiras monetárias da zona do euro, além de que o mercado bancário da zona do euro está mais integrado do que o mercado de varejo.

Figura 3
Indicadores bancários com base em atividade





Fonte: ECB (2015).

3.2 Avanços na regulação financeira e bancária na UE

Uma implicação do arranjo particular do BCE é que a instituição possui *status* de autoridade monetária europeia, atuando isoladamente, uma vez que suas decisões de gasto são uma decorrência das decisões de gasto de cada país membro tomadas separadamente. Entretanto, é objeto de discussão a legitimidade e a soberania política do banco para emitir papéis em conjunto, isto é, em nome de todas as economias do bloco (Aglietta, 2012, p. 22-23), o que implicaria num endividamento coletivo. O BCE opõe-se à disponibilização dos Eurobonds, ou mesmo a atuar como emprestador de última instância (Dullien; Guerot, 2012, p. 1-2), da mesma forma que desencoraja, a si e aos bancos centrais nacionais, a comercialização de títulos do tesouro em mercados primário e secundário (Bellofiore, 2013, p. 508).

Inexoravelmente, a crise econômica da zona do euro trouxe à tona as falhas dos governos e um crescente descontentamento social, alçando caráter político à crise e levantando especulações sobre a necessidade de aporte de recursos para Itália e Espanha – esta última efetivamente recebeu auxílio de € 100 bilhões, em meados de 2012, do European Stability Mechanism, logo após

Grécia, Irlanda e Portugal. O discurso de Mario Draghi¹⁵, presidente do BCE, em Londres, no dia 26 de junho do mesmo ano, foi determinante para melhorar as expectativas do mercado sobre o euro (Dullien; 2013).

– A União Bancária Europeia (UBE)

Ainda em junho de 2012 foram apresentadas as propostas do Comitê de Risco Sistêmico e da reunião de cúpula dos países da zona do euro, com a intenção de se rever o quadro regulatório e de formar a UBE em que o BCE supervisionaria, pelo menos sistemicamente, as instituições financeiras relevantes. A proposta da UBE seria reforçar a política bancária, a unidade, a solidariedade, fortalecendo os mercados, no longo prazo, pela prevenção de recorrentes “armadilhas” de auto deterioração comumente causadas por espirais deflacionárias e crises de confiança. No curto prazo, visaria a estabelecer mecanismos de supervisão e de resolução de crises. Complementarmente, ensaiou-se, ainda naquele momento, um pacto de coordenação da política fiscal (Dullien; Fritz; Müllich, 2013, p. 11).

A proposta geral da UBE é impedir a fragmentação dos mercados financeiros (Quelhas, 2012), de modo a evitar o efeito de contágio, desvincular a dívida soberana da bancária e conter a utilização de recursos públicos nas operações de resgate. Em dezembro de 2012, autoridades da UE tomaram medidas com a finalidade de mitigar e corrigir efeitos indesejáveis da atuação dos bancos, por meio de reformas do sistema de supervisão bancária, a partir do debate realizado no Comitê Europeu de Risco Sistêmico, criado em 2010. Três principais diretrizes foram lançadas. Primeiro, criar uma nova supervisão centralizada dos estabelecimentos financeiros pelo BCE, a partir da Bank Recovery and Resolution Directive, que estabelece padrões mínimos e que previnem distorções, a cargo da Autoridade Bancária Europeia criada em 2011, por meio da aplicação de testes de estresse para auferir resiliência das instituições financeiras. Segundo, um dispositivo comum de resolução das falências bancárias Single Resolution Mechanism, a cargo do BCE e previsto para agir apenas a partir de 2016, que decidiria quais bancos seriam liquidados em caso de insolvência, bem como quem pagaria pelos prejuízos, se o governo ou os ofertantes do crédito. E, por último, um fundo europeu de garantia dos depósitos, Single Bank Resolution

(15) “No âmbito de nosso mandato, o Banco Central Europeu está pronto para fazer todo o necessário para preservar o euro. E, acreditem, será suficiente” (*Carta Capital*, 4 fev. 2015, p. 32).

Fund, também em avaliação, que traz o aparato de resgate a falências (ex: Fundo Europeu de Garantia de Depósitos).

A questão política, contudo, ainda impede a efetividade e a eficácia desses avanços. A resolução de falências bancárias envolve a aplicação de recursos, o que pode gerar conflitos de interesses sobre a origem do dinheiro e sua aplicação para saldar dívidas, enquanto que nada se menciona a respeito de um regime de falências “pan-europeu”, como inicialmente indicado pela CE (Serfati; 2014b). Por seu turno, o fundo europeu de garantia de depósitos pode favorecer países como a Alemanha, privilegiada pela proposta que atenderia de forma unificada apenas os grandes bancos, sabidamente de países “centrais”, o que impede a transferência de lucro de nações em melhor situação para aquelas em pior momento (Plihon, 2013, p. 35). Por fim, a supervisão centralizada das instituições financeiras remete, mais uma vez, ao fortalecimento tanto do BCE, como prestador de última instância (Aglietta, 2012, p. 35-36), como da própria CE, com a finalidade de viabilizar a formulação de planos de longo prazo. Um deles seria, por exemplo, um orçamento autônomo da zona do euro, condicionados a controles centrais mais rigorosos sobre os gastos nacionais (algo que, entretanto, depende de um referendo popular) (Watkins, 2013, p. 60).

Os avanços nas propostas da CE e do BCE caminham lentamente. Em resposta a uma pressão muito grande gerada pela incerteza com as eleições na Grécia, o BCE tomou sua medida mais arrojada em janeiro de 2015, ao anunciar um programa de compra de ativos soberanos pelo período de um ano, no total de €1,1 trilhão (o “*quantitative easing* europeu”). Mas tal ação não é contundente¹⁶ quanto à consolidação de propostas reais de melhor regulação, como a UBE. Algo mais incisivo seria segmentar o setor bancário entre varejo (onde se concentram suas funções essenciais) e as chamadas operações de investimento, sujeitas à especulação e ao risco (Plihon, 2013; Serfati, 2014b), bem como a criação de bancos públicos de desenvolvimento e de um polo bancário público europeu regido por critérios de decisão não financeira, em contraposição à lógica de mercado da supervisão do BCE (Plihon, 2013, p. 35). De maneira semelhante, a proposta da implementação do mercado de Eurobonds, assim como uma expansão das

(16) O maior impacto dessa decisão teria sido a polarização entre a postura do BCE de Mario Draghi em relação à Alemanha: “BCE injeta nos mercados mais de €1 trilhão em 19 meses e desafia os planos de austeridade de Angela Merkel” (Carta Capital, 4 fev. 2015, p. 33).

atribuições do BCE, seria uma alternativa para aliviar o cenário crítico e também um avanço na união fiscal e monetária, numa perspectiva federativa.

Conclusão

Este artigo procurou analisar o nível de integração financeira na UE a partir da atuação do BCE e da verificação do estágio atual da regulação bancária na zona do euro. O debate convencional, baseado de um lado na ideia da “área monetária ótima” e, de outro, numa visão crítica keynesiana, proporcionou rever a questão da UE especificamente por uma abordagem que leva em conta moeda e finanças. Assim, procurou-se colocar o foco da discussão sobre o futuro do euro na dimensão monetário-financeira da integração, segundo a interpretação de que esta é o critério principal de avaliação da riqueza no capitalismo contemporâneo.

Desde o final da Segunda Guerra, a lógica que guiou as organizações políticas na Europa foi a de contínua integração. A ideia de uma federação seria um passo a frente por implicar num arranjo político coordenado também na dimensão fiscal, principalmente no quesito de um novo papel para o BCE, cuja soberania deveria ser ratificada por meio de atuação mais incisiva sobre o setor financeiro dos países que utilizam o euro.

A regulação bancária da zona do euro problematiza a integração monetária face à autonomia fiscal. Até agora, a proposta do bloco é optar pelas regras comuns para entrada dos membros, o que é plausível. Pelas evidências apontadas pelo próprio BCE, foi possível notar que a integração avança, mas as diferenças remanescentes entre os países membros afetam politicamente o equilíbrio do bloco. O surgimento de “subgrupos”, visto como um empecilho ao bom funcionamento da “área monetária ótima”, é, na verdade, uma consequência da acumulação guiada pelas finanças. A saída da crise para os países “sob estresse” não parece ser o abandono do euro, mas sim o avanço da estrutura da UE. A superação do baixo dinamismo e da dependência desses “subgrupos”, por sua vez, provavelmente está no fortalecimento da regulação financeira e na adoção de políticas econômicas de ajuste dinâmico.

O interesse comum deve prevalecer se os países membros almejam o sucesso do bloco. Se a Europa obtiver avanços, referendar-se-á como paradigma mundial. Porém, como os efeitos da integração manifestam-se não apenas no

sentido de padronização, mas também claramente no de desigualdade, em favor principalmente da Alemanha, líder do bloco, parece compulsório avançar na questão fiscal, contribuindo, de alguma forma, para regras de supervisão prudencial que deem maior equidade ao arranjo. Uma vez feita a opção, histórica, por coordenar economias diferentes, a federalização na zona do euro é um destino razoável face ao perigo trazido por uma potencial saída de países do acordo, até mesmo porque a articulação com outros membros da UE poderia evoluir.

Referências bibliográficas

AGLIETTA, Michel. The European Vortex. *New Left Review*, 75, p. 15-36, May/Jun. 2012.

AMADO, Adriana; MOLLO, Maria de Lourdes. Ortodoxia e heterodoxia na discussão sobre integração regional: a origem do pensamento da Cepal e seus desenvolvimentos posteriores. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 34, n. 1, p. 129-156, 2004.

AMATO, M.; FANTACCI, L. Fine della finanza. Roma: Ed. Donzeli-Virgola, 2012.

ARESTIS, Phillip; SAWYER, Malcolm. Can the Euro Survive after the European Crisis. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. (Org.). *The Euro Crisis: international papers in political economy*. London: Palgrave Macmillan, 2012.

BELLOFIORE, Riccardo. Two or three things I know about her: Europe in the global crisis and heterodox economics. *Cambridge Journal of Economics*, 37, p. 497-512, 2013.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. *Os antecedentes da tormenta: origens da crise global*. São Paulo: Unesp; Campinas: Facamp, 2009.

_____. A transfiguração neoliberal e a construção da crise de 2008. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. *O capital e suas metamorfoses*. São Paulo: Editora Unesp, 2013. cap. 4.

BRAGA, José Carlos. *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas: Unicamp. IE, 2000.

_____. Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 23, n. 65, p. 89-102, 2009.

BRAGA, José Carlos; MENDONÇA, Ana Rosa R.; WEGNER, Rubia C. Cooperação financeira regional no Mercosul e o financiamento do investimento. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 3, 11-13 ago. 2010. *Anais...*

DULLIEN, Sebastian. *The euro crisis: causes, outlook and lessons*. Lecture at Unicamp. Hochschule Für Technik Und Wirtschaft / IE-Unicamp. Berlin / Campinas, Aug. 13, 2013.

_____; FRITZ, Barbara; MÜHLICH; Laurissa. Regional monetary cooperation: lessons from the Euro crisis for developing areas? *World Economic Review*, 2, p. 1-23, 2013.

_____; GUEROT, Ulrik. The long shadow of ordoliberalism: Germany's approach to the euro crisis. *European Council On Foreign Relations*, 49, Feb. 2012, 16p. Disponível em: www.ecfr.eu.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB). *Financial stability review*. Frankfurt, Dec. 2012, 150p.

_____. *Financial integration in Europe*. Frankfurt, 2015.

FREITAS, Maria Cristina Penido. A crise na área do Euro. *Boletim de Economia*, São Paulo, Fundap, n. 10, dez. 2011. Disponível em: http://www.fundap.sp.gov.br/wp-content/uploads/2014/03/boletim_economia_10_completo.pdf.

GUTMANN, Robert; PLIHON, Dominique. Whither the Euro? History and Crisis of Europe's Single-Currency Project. In: EPSTEIN, Gerald A.; WOLFSON, Martin H. (Ed.). *Handbook of the political economy of financial crises*. London: Oxford University Press, 2011.

HUERTA GONZÁLEZ, Arturo. *Unión monetaria y crisis de la zona Euro*. México: UNAM Editorial, 2014.

MAZIER, Jacques; PETIT, Pascal. In search of sustainable paths for the eurozone in the troubled post-2008 world. *Cambridge Journal of Economics*, 37, p. 513-532, 2013.

MCKINNON, Ronald. Optimum currency areas and key currencies: Mundell I versus Mundell II. *Journal of Common Market Studies*, Stanford University, Aug. 2004.

MINSKY, Hyman P. *John Maynard Keynes*. Campinas, SP: Ed. Unicamp, 2011.

MUNDELL, Robert. *A theory of optimal currency areas*. *American Economic Review*, 51, 1961.

OLIVEIRA, Giuliano C. de. Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para a periferia (1990-2009). In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da Rocha. (Org.). *As transformações no sistema financeiro internacional*. Brasília: IPEA, 2012. v. 2.

PERUFFO, Luiza. *Integração monetária e financeira na América do Sul: a perspectiva brasileira em um sistema internacional multimonetário*. Dissertação (Mestrado)–Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2012.

PLIHON, Dominique. Uma reforma que encanta os bancos. *Le Monde Diplomatique Brasil*, ano 6, n. 68, p. 34-35, mar. 2013.

_____. The Eurozone crisis: a result of the failure of neoliberal theories and policies. In: LECTURE AT UNICAMP, Paris / Campinas: Universidade Paris 13 / IE-Unicamp, Oct. 9, 2014.

QUELHAS, J. M. Dos objetivos da união bancária. *Boletim de Ciências Econômicas*, Coimbra, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, v. LV, 2012.

SERFATI, Claude. (a) The political economy of the European Union: the institutional construction of the EU and its contradictions. In: LECTURE AT UNICAMP, Campinas: University of Versailles-Saint-Quentin-en-Yvelines / IE-Unicamp, Mar. 12, 2014a.

_____. The political economy of the European Union: regulation and the banking system. In: LECTURE AT UNICAMP, Campinas: University of Versailles-Saint-Quentin-en-Yvelines / IE-Unicamp, Mar. 26, 2014b.

TAVARES, M. C.; MELIN, L.E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: _____.; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Rio de Janeiro: Ed. Vozes, 1997.

TOPOROWSKI, Jan. International credit, financial integration and the euro. *Cambridge Journal of Economics*, 37, p. 571-584, 2013.

WATKINS, S. Emergência como rotina: o euro sobreviveu, mas o que será da Europa? *Revista Piauí*, n. 84, 7 set. 2013.