

# Uma Análise Teórico-Crítica da Crise do Euro a partir da Teoria Cartalista da Moeda

## A Theoretical-Critical Analysis of the Euro Crisis from the Cartalist Theory of Money

**PATRÍCIA NASSER DE CARVALHO** | patricia.nasser.carvalho@gmail.com  
Professora da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

**Recebimento do artigo** Agosto de 2017 | **Aceite** Outubro de 2017

**Resumo** O objetivo deste artigo é analisar a crise do euro, desencadeada a partir de 2009, e as razões das dificuldades enfrentadas pelas economias que participam do projeto de integração monetária da Europa de encontrarem um caminho harmônico para superá-la. Para isso, parte-se da discussão histórica da criação do euro, a fim de demonstrar de que forma o projeto deixou fragilidades estruturais que mais tarde gerariam desequilíbrios, e submeteu as economias da zona do euro a critérios macroeconômicos rigorosos e padronizados, em consonância com os interesses da Alemanha, sem criar, no entanto, uma autoridade política centralizada e legítima. Busca-se, em seguida, demonstrar que a zona do euro não constitui uma Área Monetária Ótima (AMO), cujos princípios advêm da Escola Metalista da Moeda. A Abordagem Cartalista da Moeda é admitida como uma abordagem crítica que melhor explica tanto do processo europeu de unificação monetária, conduzido desde o final dos anos 1960, quanto a crise do euro. Dadas as grandes dificuldades de harmonização econômica e política entre os membros e as instituições comunitárias, discutem-se, em seguida, as razões pelas quais a moeda única da União Europeia (UE) foi colocada em uma posição mais vulnerável na hierarquia do Sistema Monetário Internacional e expôs o déficit democrático dos Estados membros periféricos da UE. **Palavras-Chave** União Europeia, zona do euro, crise do euro, Teoria Cartalista da Moeda.

**Abstract** The aim of this article is to analyze the crisis of the euro, triggered from 2009, and the reasons for the difficulties faced by the economies which take part of the European project of monetary integration to find a harmonious way to overcome it. To this end, it starts with the historical discussion of the creation of the euro in order to demonstrate that the shape of the project left structural weaknesses that would later generate imbalances and subjected the economies of the euro area to strict and standardized macroeconomic criteria with the interests of Germany, without creating, however, a centralized and legitimate political authority. It then seeks to demonstrate that the euro area is not an Optimal Monetary Area (OCA), whose principles come from the Metalist School of Money. The Cartalist Approach of Money is admitted as a critical approach which best explains both the European process of monetary unification conducted since the late 1960s, as the management of the euro crisis. Given the great difficulties of economic and political harmonization between the members and the Community institutions, the reasons for which the single currency of the European Union (EU) has been placed in a more vulnerable position in the hierarchy of the International Monetary System and exposed the lack of democratic deficit of the peripheral EU Member States are discussed. **Keywords** European Union, eurozone, euro crisis, Cartalist Theory of Money.

## Considerações Iniciais sobre a Crise do Euro

Desde que a crise financeira norte-americana atingiu a Europa, em 2009, a zona do euro vem enfrentando diversas dificuldades. O complexo e lento aparato institucional comunitário de tomada de decisões busca, sem muito sucesso, encontrar uma saída para harmonizar o funcionamento da união monetária, oficialmente instituída em 1999. Os europeus ainda não alcançaram consenso sobre a criação de uma instituição independente responsável pela ajuda financeira destinada aos membros endividados e pela regulação eficiente dos mercados financeiros. As decisões e ações tomadas pelas instituições da União Europeia (UE) têm se mostrado pouco convincentes para continuar construindo “sonhos europeus”, os quais demandam união política e o gerenciamento equilibrado do orçamento comunitário para que a integração econômica seja realmente mais profunda e avançada, como idealizada no projeto do final da Segunda Guerra Mundial.

O euro, na verdade, é o resultado histórico de um projeto comunitário econômico e político e atualmente ocupa uma posição de menor importância na hierarquia do Sistema Monetário Internacional (SMI), em termos do grau de sua aceitabilidade no mercado, do que inicialmente pensado pelos seus idealizadores. A falta de confiança dos investidores se baseia nos riscos associados aos investimentos inter-fronteiriços no mercado europeu e na frágil capacidade de solvência do setor público das economias periféricas, além do fato de que a zona do euro tem uma autoridade monetária máxima – o Banco Central Europeu (BCE) –, a despeito de que ainda falta a ela uma autoridade fiscal máxima. Uma instituição supranacional deveria ser a instância onde se buscariam soluções comunitárias para a retomada do equilíbrio econômico a partir do gerenciamento compartilhado de recursos para resgates de economias, despolitizando o processo decisório relacionado à moeda única europeia (OTERO-IGLESIAS, 2013).

Em verdade, o choque assimétrico provocado pela crise financeira norte-americana dividiu a união monetária em países credores, do centro da UE, e devedores, localizados ao sul e no Mediterrâneo, ao expor suas vulnerabilidades, tornando a situação insustentável após 2009 (OTERO-IGLESIAS, 2013). Sem que a zona do euro dispusesse de instrumentos diferenciados para a condução das políticas econômicas de forma compatível com as necessidades e com as condições internas de cada membro – elemento essencial para alcançar o nível de integração que uma união monetária exige –, essas economias foram submetidas a ajustes fiscais draconianos, que geraram recessão e desemprego a partir de 2010. Após difíceis negociações para a adoção de programas de socorro financeiro, que impuseram várias combinações de políticas de austeridade fiscal e de reformas estruturais, somente quase oito anos depois essas economias começaram a apresentar os primeiros e tímidos sinais mais concretos de recuperação (HALL, 2016).

Se a democracia está ligada à capacidade de auto-determinação de um Estado-nação, ou seja, a sua autonomia na busca por soluções próprias com base na relação entre governos nacionais e cidadãos, a crise da zona do euro explicitou a falta de legitimidade decisória de alguns Estados membros da UE, quais sejam, os periféricos do sul. Seus desequilíbrios econômicos acumulados se tornaram uma “camisa de força” e os programas de resgates e as condicionalidades impostas pelas agências e instituições financeiras comunitárias e internacionais não foram (e não são) apoiados pela população e pelas principais instituições nacionais de representação política. Além de infringir o direito de escolherem suas próprias saídas usando instrumentos domésticos, e, portanto, afetar a soberania desses Estados, o aumento ainda maior dos déficits orçamentários e da dívida pública desses países e a consequente deterioração do nível de bem-estar da sociedade por anos corridos explicitaram a situação do déficit democrático do processo decisório na UE (SCHARPF, 2011).

Além disso, a erosão do modelo de bem estar social europeu também é outra consequência das dificuldades do projeto integracionista evidenciadas na última década. Esses elementos se tornaram com-

bustível para o apoio político a partidos populistas de extrema direita, com discursos anti-imigratórios e anti-euro, evidenciando sinais que a crise do projeto europeu de integração regional é mais profunda e estrutural.

Quando se fala em soluções comunitárias, é preciso levar em consideração o status quo dos vários Estados membros da UE, com destaque para o papel que exerce a Alemanha. Desde o início da constituição da zona do euro, nos anos 1970, seus parâmetros macroeconômicos ditam as metas rigorosas de convergência macroeconômica a que os demais membros devem se enquadrar, os quais priorizam a estabilidade de preços e o equilíbrio fiscal (SCHARPF, 2011). O BCE é a autoridade monetária central e é espelhado no *Bundesbank*, que proclamou critérios macroeconômicos para a formação da união monetária pela força da lei. Ainda hoje, ele mantém essa posição, e a Alemanha desfruta, juntamente com outras economias fortes, do fato de serem os maiores mercados exportadores da UE (TOUISSANT, 2013). Ao mesmo tempo, os líderes alemães e de outros países europeus clamam por uma política econômica unificada na zona do euro, não obstante se neguem a ceder a qualquer ônus imposto pelas instituições comunitárias em nome do bem da união. A crise mostrou que muitos Estados UE se recusaram a pagar por políticas de coesão para ajudar aqueles membros mais fragilizados, contribuindo para aprofundar as diferenças estruturais.

O atual (e debilitado) projeto de unificação monetária da Europa foi inspirado na Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO), de Robert Mundell. No auge da crise econômica europeia, em setembro de 2011, completou cinquenta anos que o ensaio do economista canadense foi publicado. Ganhador do Prêmio Nobel em 1999, Mundell argumentou, em síntese, que para a realização de uma união monetária, os trabalhadores e os capitais deveriam estar aptos a se mover dentro das fronteiras da união da maneira mais livre possível. Além disso, a sua teoria previu que as taxas de câmbio fixas seriam mais apropriadas para regiões intimamente integradas por meio de trocas comerciais, como era o caso do mercado comum europeu, em pleno processo de formação.

No contexto da crise, no entanto, o livre movimento de mão-de-obra e capital, como admitido por Mundell, encontra mais dificuldades do que foi pensado pelos idealizadores da zona do euro. Embora o mercado comum tenha sido uma meta colocada no começo da integração econômica europeia, na década de 1950, e na esteira de políticas neoliberais adotadas pela UE nos anos 1990, as condições de livre circulação dos fatores de produção, sobretudo do trabalho, ainda não são uma realidade no bloco, tampouco foi constituída uma união fiscal que facilite a correção dos desequilíbrios internos (KRUGMAN, 2012). Ainda hoje as assimetrias são claras e os custos de uma união monetária recaem sobre as economias mais frágeis (PITOORS, 2014).

Portanto, o cerne da questão da unificação monetária é bem mais complexo do que somente medir os custos e os benefícios gerais da AMO, como pensava Mundell, pois, no caso da UE envolve negociações políticas entre Estados membros heterogêneos e entre instituições comunitárias pouco coordenadas, que estão em crise de legitimidade (SCHARPF, 2011). As consequências de um choque adverso, com o aprofundamento de desequilíbrios dentro da união monetária, ainda se mostram extremamente difíceis de gerenciar, ameaçando a estabilidade do tecido social e político do bloco europeu (HALL, 2016) e o progresso do próprio projeto integracionista. Tais elementos de economia política, como relações de poder e conflitos políticos para a concretização da AMO, Mundell nunca considerou em sua análise.

A partir da apresentação do desenvolvimento da união monetária europeia, busca-se demonstrar por que a zona do euro não é uma AMO e, conseqüentemente por que a Teoria AMO não consegue explicar a crise da zona do euro, haja vista que está pautada na teoria metalista da moeda e, assim, subestima a necessidade da autoridade política soberana sustentar qualquer espaço monetário dado. O núcleo do argumento deste trabalho está no fato de que a Teoria AMO permanece frágil em seus fundamentos,

pois a zona do euro não criou uma autoridade política fiscal legítima que possa sustentá-la; ao contrário, a fragmentação política, a heterogeneidade de condições das economias e a busca pela manutenção da soberania por parte dos Estados membros corroboram a tese de que a crise na zona do euro é o resultado de um choque externo que aprofundou problemas e diferenças na união monetária europeia, os quais seriam inevitáveis.

Neste sentido, a grande falha da Teoria AMO está na desvantagem da perda de flexibilidade e da autonomia de política monetária e dos mecanismos próprios de ajuste por parte dos membros da zona do euro. A integração monetária europeia, conduzida desde o final dos anos 1960, deixou fragilidades estruturais, que não a permitiu gerar condições para o uso completo e autônomo de instrumentos monetários por parte dos seus integrantes. Nos anos 1990, o projeto colocou como prioridade o combate à inflação a partir do poder monetário centralizado – sobretudo no BCE e na Comissão Europeia – e fiscal descentralizado (PITOORS, 2014), criando um vácuo que impediu o uso completo de mecanismos próprios para absorver choques monetários e fiscais, expondo as economias da zona do euro a intoleráveis pressões do setor financeiro (MICOSSI, 2012).

A partir do debate teórico sobre a origem da moeda, que segundo a AMO advém da perspectiva da Escola Metalista da Moeda, a intenção deste artigo é contrapor-la à visão da Abordagem Cartalista, cuja ótica sobre a criação da moeda é mais coerente para explicar a criação do euro e demonstrar quais foram as principais causas e desdobramentos da sua crise. Sem uma autoridade política centralizada e legítima para sustentar a zona do euro, com condições de eliminar o déficit democrático do processo decisório sobre a união monetária europeia e permitir escolhas soberanas pelos Estados, a crise persistirá e o euro manterá uma posição fragilizada no SMI.

## O Processo Europeu de Integração Monetária

Desde a ratificação do Tratado de Roma (1957) pela “Europa dos Seis”<sup>1</sup>, que instituiu a Comunidade Econômica Europeia (CEE), a Europa Ocidental experimentou um longo e contínuo crescimento econômico até os anos 1970. A CEE procurou criar mecanismos que deveriam dar expressão tanto aos interesses nacionais quanto aos comunitários para a formação de um mercado comum a partir de uma união cada vez mais convergente. Diante do cenário de forte recuperação econômica no pós-Segunda Guerra, a criação de uma moeda comum foi vista por muitos políticos europeus, a partir do fim dos anos 1960, como um passo lógico e necessário para o avanço gradual da integração econômica europeia, dado que a maior expansão do comércio só se daria com a estabilização do câmbio no mercado intra-europeu (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005).

Desse modo, em 1969, os chefes de estado e de governo, reunidos em Haia, concordaram que um plano deveria ser desenhado para a criação de uma união econômica e monetária comunitária em estágios. O Relatório Werner, preparado em 1970, apresentou um plano para se alcançá-la, pautado no relatório do primeiro-ministro de Luxemburgo, Pierre Werner. No escopo das ações em direção à realização de um mercado comum, o programa era composto por três etapas que seriam cumpridas em dez anos (1971-80), em um momento em que a economia internacional começava a sofrer com as turbulências advindas dos Estados Unidos e o dólar a sofrer ataques especulativos. Seu objetivo final era promover a conversibilidade irreversível das moedas dos Estados membros, a liberalização dos movimentos de capitais, a fixação irrevogável das taxas de câmbio e substituição de moedas nacionais por uma moeda única (DELORS, 1970).

---

1 Em referência aos seis países que ratificaram o Tratado de Roma: Alemanha Ocidental, França, Itália, Bélgica, Países Baixos e Luxemburgo.

Para tanto, haveria convergência das políticas macroeconômicas e a unificação do mercado de capitais a partir de uma irreversível conversibilidade monetária livre de flutuações e de um rígido controle entre as moedas dos Estados membros, partindo-se do pressuposto de que haveria solidariedade entre os Estados membros. O plano de integração monetária exigiria harmonização para permitir a supressão progressiva e completa das fronteiras fiscais (WERNER, 1970). Seria eleito um comitê, responsável por determinar os passos para eliminar os movimentos intra-europeus de taxas de câmbio, centralizar as decisões de política monetária a partir da integração dos bancos centrais nacionais em um sistema federativo de bancos europeus e diminuir as barreiras comerciais remanescentes na Europa. Com isso, esperava-se que as decisões de política monetária passassem a ser tomadas exclusivamente no âmbito comunitário. Todas essas etapas foram instituídas no âmbito do projeto da União Monetária Europeia (UME) (KRUSE, 1980).

Pouco depois que o Relatório foi apresentado, o Sistema de Bretton Woods (SBW), que havia atrelado o dólar ao ouro e estabeleceu metas para a variação das taxas de câmbio europeias dentro de intervalos de 2% colapsou entre 1971-1973 depois do rompimento unilateral pelos Estados Unidos com o seu compromisso em manter a taxa de câmbio fixa, resultando em uma desvalorização do dólar em torno de 8% (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005). Por isso, os Seis que faziam parte da CEE à época tiveram de concentrar as suas energias em limitar a volatilidade de suas taxas de câmbio, a fim de que as reclamações por alterações cambiais arbitrárias de modo a ganhar competitividade comercial não acabassem minando a integração europeia alcançada até ali. Depois de ter sido arquivado em razão da deterioração da situação econômica internacional, o Plano Werner continuou a ser uma fonte de inspiração para o avanço do pensamento sobre a integração monetária na Europa e um estímulo para muitas iniciativas políticas e acadêmicas posteriores.

Além do colapso do SBW, que trouxe mais incertezas e instabilidade ao SMI, a volatilidade nos mercados financeiros destacou a urgência dos esforços de se criar uma zona de estabilidade monetária na Europa (EICHENGREEN, 2000). Os europeus lançaram, em 1972, um novo plano, chamado “Serpente Monetária” incorporando ideias do Plano Werner, uma resposta às ações norte-americanas e um símbolo da vontade dos europeus de ampliar a sua presença no SMI e fortalecer o seu projeto de cooperação econômica. A sua intenção era assegurar que as moedas europeias flutuassem face ao dólar dentro de bandas cambiais aceitáveis para conter os movimentos da Serpente estreitos pré-estabelecidos em 2,25%, portanto, um intervalo só um pouco maior que o operado pelo SBW (EICHENGREEN e FRIEDEN, 2010, p. 4). Os Seis da CEE foram seguidos de Reino Unido, Dinamarca e Irlanda na adesão à “Serpente”, que entrou em funcionamento em 1973.

No entanto, com as divergentes condições econômicas e políticas e os reflexos do Choque do Petróleo de 1973 e do quadro de especulação cambial, a “Serpente” se mostrou pouco funcional. Os Estados membros da CEE que haviam se comprometido com as bandas, sofriam com desequilíbrios sucessivos em seu balanço de pagamentos, a deterioração da estabilidade de preços, queda nas taxas de crescimento econômico e aumento dos níveis de desemprego os forçaram a abandonar as bandas cambiais anteriormente determinadas (KRUSE, 1980). Os países europeus, cujas políticas mais divergiam da Alemanha – a maior, mais forte e estável economia do bloco – Reino Unido, Irlanda, França e Itália – simplesmente deixaram a “Serpente” em 1974, uma vez que tiveram de se voltar para proteger os seus problemas domésticos (SCHARPF, 2011). Espanha, Portugal e Itália, países de moedas mais “fracas”, acabaram tendo bandas mais amplas, em torno de 6%. Ataques especulativos, que atingiram o mercado internacional de câmbio no mesmo ano, forçaram cinco dos oito países a deixarem a Serpente, à medida que o balanço de pagamentos desses países piorava. Naquele momento, esses países não estavam preparados para pagar o preço dos ajustes necessários e as consequências da Serpente em suas economias domésticas. Até o final de 1977, houve um período de estagnação do processo de integração monetária europeia, não obstante as diversas propostas de manutenção da Serpente e da sua flexibilização.



Mesmo diante das dificuldades, a decisão de formar um mercado único reforçou o ponto de vista defendido há tempos na Europa, de que as economias fortemente integradas têm mais a ganhar com a estabilidade cambial do que com realinhamentos ocasionais (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005). Pensando nisso, em março de 1979 os países da CEE concordaram em lançar uma nova iniciativa, o Sistema Monetário Europeu (SME), um projeto próprio de estabilização monetária, sob a direção da Alemanha, e o Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC), que continha algumas “válvulas de escape” em certos casos, protegendo o sistema de crises cambiais. Todos os membros da CEE seriam membros do SME, mas somente aqueles membros do SME que fizessem cumprir as margens de flutuação pertenceriam ao MTC.

A estabilidade monetária requerida pelo aprofundamento dos níveis de integração econômica teria de ser conseguida com cooperação monetária e mecanismos institucionais mais sofisticados. O empenho da Alemanha no projeto traduzia a consciência de que o SME iria funcionar como uma extensão das regras e princípios de gestão do marco e como uma forma de liberação do dólar. A questão do pleno-emprego, que havia erodido a eficácia da cooperação no contexto da Serpente, ficou para segundo plano, subordinado aos progressos em matéria de convergência macronômica. O SME vigoraria até a instituição do euro, em 1999.

Como parte do SME, as moedas nacionais foram atreladas ao *European Currency Unit* (ECU), que funcionou como um denominador comum, que, como uma unidade de conta, deveria ser tipo de alarme ou sinal que indicaria que a moeda de um país começou a divergir da média (COHEN, 1981). Novamente aspirando resgatar bandas cambiais estreitas em uma matriz de taxas de câmbio mutuamente atreladas, todos os Estados membros participaram do SME, com exceção do Reino Unido. Além do atrelamento das taxas de câmbio; ficou acordado que seria criado um Fundo Monetário Europeu (FME), baseado na experiência do Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECOM), criado em 1973, como parte da Serpente, um projeto embrionário do BCE, que teria de supervisionar todas as facilidades de crédito relacionadas às taxas de câmbio e financiamento do balanço de pagamentos. O FME, por sua vez, teria a autoridade de supervisionar as reservas de ouro e dólar de todos os membros da CEE, e em troca os membros receberiam depósitos denominados em ECU, para serem usados nos equilíbrios das dívidas intra-comunitárias.

Somente no início da década seguinte, o cenário começou se mostrar mais positivo, tanto que Espanha e Portugal aderiram ao mecanismo nesse período após serem aceitos como Estados membro. Com o MTC, foram reduzidas as possibilidades de ataques especulativos às moedas, uma vez que o controle de câmbio limitava diretamente as trocas dos residentes domésticos de moedas domésticas por moedas estrangeiras. Como havia provisões garantidas pelo MTC, a política de harmonização não prendia os governos em uma “camisa de forças”. Em contrapartida, os países tinham reduzido o seu poder de alcançar metas nacionais de emprego e inflação por meio da sua própria política monetária. A disposição de coordenação e os controles de capitais foram os elementos que sustentaram o SME por sete anos (EICHENGREEN, 2000).

Foram previstos tanto provisões para realinhamentos quanto facilidades de financiamento para países que precisassem se recuperar de problemas em seu balanço de pagamentos. Os controles de capitais seriam impostos de modo a evitar pressões especulativas sobre o câmbio. A intenção era que o SME se transformasse em um sistema definitivo, com instituições próprias, com capacidade para tomar decisões e que o ECU evoluísse para uma moeda verdadeiramente europeia.

Mas ainda havia outras disparidades internas que precisavam ser corrigidas. As taxas de inflação entre as economias variavam muito. Os países que apresentavam as maiores taxas não conseguiam estabilizar a sua moeda em relação ao marco e temiam políticas mais austeras por parte das instituições europeias. De fato, nos primeiros anos do SME, as pressões nos balanços de pagamentos foram intensas e as taxas de câmbio precisaram ser realinhadas várias vezes, mostrando poucos sinais de convergência mo-

netária. Houve dificuldades de coordenação das políticas macroeconômicas e não raro os desequilíbrios externos eram financiados com emissão monetária. Cada país, na prática, buscava soluções próprias de seus problemas e não procuravam uma saída comum. Apesar dos obstáculos, o projeto de integração europeu entrou em uma nova fase.

O Ato Único Europeu, um “relançamento” do projeto europeu depois de um período de crise, que foi assinado em 1985, chamava para os esforços para a finalização de um mercado comum, com a remoção dos controles de circulação não só de bens, mas também de capital e pessoas. Um verdadeiro mercado, onde países com taxas de câmbio “bem comportadas” pudessem participar, criaria estímulos para a crença no SME. O Ato Único, assim como o Relatório Werner, preconizava a importância da união política, de modo que o compromisso com as taxas de câmbio fossem mantidas, considerando que haveria cada vez mais convergência política *a posteriori*.

Esse cenário era o resultado de uma mudança no projeto de integração. Em um primeiro momento, cada um dos países europeus tentou por si reagir aos efeitos da crise internacional da década de 1970, o que provocou um ceticismo mundial com relação ao processo integracionista da Europa naquele período (“europessimismo”). A partir da segunda metade dos anos 1980, houve crescimento da autoconfiança e da consciência na Europa de que o estreitamento da cooperação poderia colocá-la na contra-mão dos processos que aconteciam com os demais atores internacionais, preocupados, individualmente, com suas estratégias competitivas de enfrentamento à crise. Neste fluxo, ter uma moeda comum era um símbolo – ao menos, psicológico – de que o processo de integração europeu avançava, e que havia centralização política na Europa (FELDSTEIN, 1997).

Em resposta às demandas dos ministros das relações exteriores de França e Alemanha, o Conselho da Europa elegeu um comitê encabeçado por Jacques Delors, presidente da Comissão Europeia, para investigar os prospectos de um aprofundamento da integração monetária. O Comitê, por meio do Relatório Delors, apresentado em abril de 1989, recomendava que a CEE se movesse imediatamente para a criação de uma moeda comum a partir de uma unificação gradual. Acreditava-se que taxas de câmbio fixas, de fácil manutenção do SME, ficariam comprometidas com a livre mobilidade de capitais quando o mercado comum se completasse. Em particular, defendia-se a ideia que os custos de manter paridades cambiais em caso de eventuais ataques especulativos seriam muito elevados e que taxas flexíveis aumentariam a resistência das indústrias domésticas à integração e intensificariam as demandas por proteção (DELORS, 1989).

O Relatório Delors definiu um processo de três etapas para a obtenção de uma união econômica e monetária. Na primeira, todos os países da CEE deveriam ingressar no MTC e haveria liberalização total dos movimentos de capitais, além do reforço do compromisso com as taxas de câmbio no sentido de coordenação das políticas monetárias. Foi assegurada ainda a realização plena do mercado interno, a duplicação dos fundos estruturais, de forma a garantir os apoios necessários ao equilíbrio regional e à correção de assimetrias entre países. A manutenção da estabilidade dos preços após a introdução da moeda única, juntamente com a remoção da incerteza cambial e a redução dos custos de transação, contribuiriam significativamente para o aumento dos investimentos e do crescimento econômico na região.

Na segunda, as margens de taxa de câmbio seriam reduzidas a certas decisões harmônicas e convergentes sobre o controle mais centralizado do SME, seriam estabelecidos “critérios de convergência” para a harmonização das políticas e instituir-se-ia o Instituto Monetário Europeu (IME), precursor do BCE. Finalmente, a última etapa envolveria a substituição de moedas nacionais por uma única moeda europeia e a atribuição de todas as decisões de política monetária ao Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), em 1999. O Relatório destacava, ainda, a necessidade de maior convergência econômica entre os membros do SME (DELORS, 1989).

Diante disso, parecia que a entrada em vigor do euro, a moeda única, seria uma apenas uma questão de tempo. Porém, os custos de reunificação alemã, desde 1990, conduziram a déficits crescentes da

República Federal da Alemanha, carro chefe da integração monetária, o que causou pânico nos políticos do *Bundesbank*. Face ao trauma histórico alemão de inflação, a resposta foi o aumento das taxas de juros do bloco, que imediatamente se refletiram negativamente na Itália, pois o país tinha dívidas e déficits fiscais. No caso do Reino Unido, as taxas de juros de hipotecas deste último estavam indexadas e, com isso, o seu ciclo de negócios encontrava-se sincronizado com o resto da Europa (EICHENGREEN e FRIEDEN, 2010). O desemprego alcançou altos níveis e se tornou outro item a ser combatido pelos governos. O resultado foi pressão sobre a lira e outras moedas mais fracas da CEE em 1992. Por tudo isso, a aceitação das altas taxas de juros ficou cada vez mais difícil pelos demais governos em contraposição à firme postura alemã.

Diante disso, a oposição ao Tratado de Maastricht, que especificava as etapas e metas macroeconômicas rigorosas para a transição de uma moeda única a partir do Relatório Delors, prestes a ser ratificado em 1992, seria certo (FELDSTEIN, 1997). O fracasso do referendun na Dinamarca em aprovar o Tratado naquele ano e o medo de que o mesmo pudesse acontecer na França provocou temor de que todo o processo de Maastricht estivesse em xeque. Apesar do comprometimento em sua batalha com os especuladores, alguns governos se renderam às forças dos mercados e seus respectivos governos deixaram o MTC, permitindo que as suas moedas se depreciassem. Depois disso, as especulações concentraram-se nas moedas dos menores Estados e nas mais fracas, como da Espanha, Portugal e Itália.

Seguindo o objetivo de aumentar a competitividade, reformular as suas instituições – consagrou a União Europeia (UE) no lugar da CEE – e o seu processo decisório, o Tratado de Maastricht foi ratificado em 1992. Com a finalidade de assegurar a convergência e a estabilidade para alcançar as suas metas e a terceira fase prevista pelo Relatório Delors e preconizando políticas neoliberais para a finalização do mercado comum, ele determinava severos critérios de convergência macroeconômicas (com relação à dívida pública, déficit público, taxa de inflação, taxa de juros e taxa de câmbio)<sup>2</sup> e a institucionalização do IME.

A depreciação do dólar em 1992 provocou a apreciação imediata das moedas do SME; a Finlândia suspendeu a sua ligação com o ECU; a Suécia elevou a sua taxa de juros; a libra e a lira interromperam a sua participação no MTC. As moedas que persistiram sofreram duros ataques especulativos. Diante desse cenário, decidiu-se ampliar temporariamente as margens de flutuação no âmbito do MTC para  $\pm 15\%$ , transformando o SME em um sistema praticamente flexível. Essa medida teve como fim expandir o raio de manobra das autoridades monetárias nacionais e fazer frente às dificuldades, dado que a situação econômica geral se deteriorava (SCHARPF, 2011).

Em 1993, as pressões para a intensificação a redução da taxa de juros se elevaram. O *Bundesbank* não pareceu se abalar, ainda preocupado com a inflação, e manteve uma política monetária contracionista e na preservação de altas taxas de juros pelos membros do SME. A França, um dos países mais receosos com a inflação, determinou que o seu banco central reduzisse a sua taxa de juros, na esperança de que o *Bundesbank* a seguisse, o que não aconteceu. Ao contrário, abriu espaço para ataques especulativos ao franco, que precisaram ser reprimidos pelo governo (EICHENGREEN e FRIEDEN, 2010). No ano seguinte, o choque com a reunificação alemã apresentou sinais de abrandamento, o que permitiu ao *Bundesbank* reduzir a sua taxa de juros. O período de recessão foi suplantado tornando mais fácil a adoção de políticas de harmonização. A seguir, os governos conseguiam manter sua taxa de câmbio nas faixas determinadas.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) de 1997 reforçou as medidas austeras, com um cronograma de imposição de penalidades financeiras aos países que não corrigissem déficits públicos

---

2 Os critérios de convergência macroeconômica de Maastricht são: a relação entre o déficit público anual e o produto interno bruto (PIB) não deve exceder 3% no fim do exercício orçamental anterior; a relação entre a dívida pública bruta e o PIB não deve exceder 60% no fim do exercício orçamentário anterior. Deve-se observar, durante pelo menos dois anos, as margens normais de flutuação previstas no mecanismo de taxas de câmbio do SME, sem ter procedido a uma desvalorização em relação à moeda de qualquer outro Estado Membro; a taxa de inflação não pode exceder em mais de 1,5% a verificada nos três Estados Membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços; a taxa de juros nominal média a longo prazo não deve exceder em mais de 2% a verificada nos três Estados Membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços.



considerados “excessivos”<sup>3</sup> com a devida rapidez e mantivessem o compromisso de equilíbrio orçamentário antes da criação de uma moeda comum, poderiam esperar por sanções (SCHARPF, 2011). Ou seja, o PEC visava garantir a continuação do esforço de disciplina orçamentária após a introdução do euro. Ao mesmo tempo, os países comprometiam-se a seguir planos plurianuais de redução de despesas. Até a sua assinatura, a experiência da integração fiscal foi por meio da frouxa coordenação inter-governamental no Conselho de Ministros dominado de forma clara pela Alemanha (PITOORS, 2014).

O PEC abriu a possibilidade ao Conselho da UE de sancionar cada Estado Membro participante que não adotasse as medidas necessárias para corrigir uma situação de déficit orçamentário excessivo. Ao mesmo tempo, os Estados membros exibiram certa flexibilidade ao aceitarem interpretar os critérios fiscais, retirando a preocupação daqueles que pensavam que a UME pudesse ser uma “camisa de forças” (EICHENGREEN, 2000). Em 1998, a decisão final foi tomada e em 1º de janeiro de 1999, a zona do euro começou a funcionar confirmando que 11 dos então 15 Estados Membros preenchiam os critérios para a adoção da moeda única: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos e Portugal.

## A Teoria AMO como Teoria Metalista da Moeda e a Teoria Cartalista

A tese sobre AMO, de Robert Mundell, apresentada na *American Economic Review*, de 1961, é considerada a pioneira na discussão de uniões monetárias, e inspiradora de outros trabalhos cujas hipóteses influenciaram as primeiras ideias acerca da unificação monetária da Europa. Contrapondo os custos e benefícios de formar ou entrar em uma área monetária, a Teoria AMO de Mundell se tornou referência acerca da escolha do melhor regime cambial a ser adotado em uma determinada região.

Segundo o autor, uma área monetária “é um domínio no qual as taxas de câmbio são fixadas” (MUNDELL, 1961, p. 657). Escrevendo no âmbito do regime cambial de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis adotadas pelo SBW, com controles de capital, e apesar de várias pesquisas sobre a escolha do regime de taxas de câmbio já existirem, foi Mundell quem primeiro usou a palavra “área monetária ótima”, assim como sugeriu que a zona monetária deveria ser uma experiência positiva de países em processo de integração regional. Também foi ele o pioneiro em propor, através de um modelo simples de dois países, que uma área monetária deveria ser uma região que não necessariamente precisaria coincidir com as fronteiras dos Estados Nação. Dessa forma, o mundo seria dividido em diferentes regiões com moedas comuns e não em vários Estados nação com suas moedas próprias. A ideia principal se pautava na estratégia de distintos países, com estruturas econômicas semelhantes, de aprofundar os processos integracionistas.

A partir de um exemplo hipotético, Mundell construiu seu argumento sobre a situação de um choque de oferta entre duas economias de uma determinada região. Sugeriu que os dois países entre quais haveria grande mobilidade de trabalho e flexibilidade dos salários reais poderiam se beneficiar de uma união monetária, pois ela funcionaria como um mecanismo de ajuste para corrigir desequilíbrios regionais (inflação ou desemprego). Em outras palavras, a mobilidade dos fatores de produção, em especial, do trabalho, na visão de Mundell, seria capaz de substituir a taxa de câmbio flutuante como instrumento de ajuste em casos de choque de oferta. “A partir do paradigma de Mundell, os políticos avaliariam os benefícios *versus* os custos da criação de uma moeda única, a despeito da perda de autonomia de política monetária” (EICHENGREEN 1991, p.1-2).

A AMO emerge espontaneamente através da atividade do mercado e reduz os custos de transa-

3 Esses déficits continuavam a não poder ultrapassar o limite de 3% do PIB, salvo em situações extremas.

ção de nível micro e o ajuste dos custos macro com base na mobilidade eficiente dos fatores de produção (trabalho e capital). Mundell observa que os custos de submeter economias diferentes que estejam experimentando choques assimétricos será menor quando a força de trabalho flui livremente de uma região em depressão para outra em ascensão econômica. Consequentemente, a política não desempenha nenhum papel sobre a moeda e não há motivo para que os domínios de moeda precisem ser coincidentes com Estados soberanos (GOODHART, 1998, p. 420). A moeda é, portanto, uma concepção neutra, e a Teoria se concentra na análise dos fatores de produção que fazem parte da economia real.

Eichengreen (1991), que se tornou um dos principais economista céticos em relação à UME e cujos artigos sobre o tema foram consolidados em seu livro *European Monetary Unification* (1997), seguindo o relatório da Comissão Europeia (1990) sobre a UME, assim resumiu as principais vantagens de uma união monetária na Europa, a partir das ideias de Mundell: 1. Haveria redução dos custos de transação com a substituição das moedas nacionais, com o sacrifício de autonomia de política monetária e fiscal; 2. a união aumentaria a credibilidade da política monetária, pois o incentivo do BCE em recorrer à inflação como instrumento de política seria estritamente menor do que o da maioria dos bancos centrais, o que beneficiaria países com histórico de inflação mais elevada; 3. na medida em que a moeda única eliminasse a incerteza cambial, a unificação monetária tenderia a estimular a integração comercial, os fluxos de investimentos e o crescimento econômico. Ao mesmo tempo, os ganhos de eficiência monetária seriam maiores se os fatores de produção pudessem migrar livremente; os retornos seriam mais previsíveis e os salários mais estáveis; 4. o mercado comum permitiria aos produtores europeus explorarem economias de escala e escopo; 5. uma única unidade de conta aumentaria e transparência, pois seria possível comparar melhor os preços e salários.

As assunções da Teoria AMO advêm da Teoria Metalista da Moeda. Há essencialmente duas escolas que tratam da origem da moeda. A primeira é a Escola Metalista, ou tradicional, que pode ser chamada ainda de convencional (METRI, 2012), também denominada de Time-M, ou *M-Form* por A. E. C. Goodhart em seu célebre artigo *Two Concepts of Money*, de 1998. Essa escola foi chamada de ortodoxa ou *mainstream*, dada a sua grande aceitabilidade teórica. No século XX, de acordo com Schumpeter (1994), o metalismo foi aceito pela maioria dos economistas, apesar de que, em alguns momentos, certas contestações tenham se manifestado. A Teoria Metalista admite que a moeda surge espontaneamente no mercado para facilitar as trocas comerciais e serve para evitar uma “dupla coincidência de vontades”, isto é, para facilitar as trocas que só ocorreriam se dois indivíduos tivessem o mesmo desejo. Dessa perspectiva, a moeda é fruto espontâneo das trocas do setor privado com objetivo de eliminar ineficiências (BELL, 2001).

Um dos seus principais fundadores Carl Menger, economista austríaco, cujo trabalho de 1892, *The Origins of Money*, considerava que a monetização da economia teria começado quando as comunidades agrícolas deixaram as propriedades rurais de subsistência e começaram a se especializar. De acordo ele, todo agente econômico, interessado em adquirir bens e serviços dos quais não dispusesse, poderia consegui-los no mercado, mas, para tanto, deveria obter, primeiramente, o meio de troca na forma de uma mercadoria específica, a moeda. “Toda transação representaria uma permuta entre meio de troca (a moeda), de um lado, e bens e serviços, de outro” (METRI, 2012, p. 400). Para essa função, o ativo escolhido deveria ser “algo que tivesse valor de troca” (SCHUMPETER, 1994), ou seja, com valor intrínseco, que fosse indivisível e portátil.

Na prática, com o tempo, os meios de troca convergiram para os metais preciosos. A moeda cunhada com tais metais funcionaria como um meio de troca com garantia, como se fosse um selo (*token*), eliminando o problema da identificação, e permitiria que as moedas metálicas circulassem amplamente. Ao poder, caberia a função de resguardar o conteúdo metálico, com sua identificação e fiscalização para não ser falsificada. Portanto, a moeda, de acordo com seus atributos naturais, definidos pela sua utilidade prática, funcionaria como meio de troca (METRI, 2012), dada a propensão natural da sociedade à troca

(WRAY, 2004). Assim, os metalistas mantiveram a lógica de análise da relação entre moeda fiduciária e metais preciosos.

Como qualquer sanção pela autoridade central estaria limitada a uma codificação *ex post* pelos costumes sociais, verifica-se que os metalistas atrelam o comportamento social para ao cálculo de utilidade individual (BELL, 2001). As classes sociais e políticas estão ausentes da análise dos metalistas, enquanto o “mercado” é exaltado. Se a moeda tem como função primordial facilitar as trocas e reduzir custos, quando a autoridade central interfere nesse processo, pode gerar ineficiências (WRAY, 2004). Portanto, de acordo com a Escola Metalista, não há a necessidade de uma autoridade política, governo ou Estado se envolver na institucionalização da moeda. Ela é um produto exclusivo do setor privado que objetiva reduzir custos de transação e, assim, pode ser vista como um “véu” neutro na economia. A sociedade, por sua vez, tem que aceitar tal meio de troca, o chamado “dinheiro”, a fim de minimizar os custos de transação no consumo ou nos investimentos.

A explicação convencional sobre as origens da moeda foi desafiada pela escola heterodoxa, qual seja, a Teoria Cartalista da Moeda. De acordo com esta abordagem, a essência da moeda não deve ser encontrada no seu papel como meio de trocas, mas sim na sua capacidade de medir o valor abstrato, tornando-se, assim, unidade de conta. Os cartalistas, ou Time-C, segundo Goodhart (1998), discordam da visão metalista, pois entendem que as moedas não são originadas no setor privado, mas o resultado da ação dos Estados, que têm um papel central na determinação do valor da moeda. Diferentemente da visão metalista, eles propõem uma teoria não mercantil da moeda.

Essa escola, que ganhou a simpatia de Joseph Schumpeter e Lorde Keynes e de historiadores, sociólogos e antropólogos que estudaram a moeda (GOODHART, 1998; BELL 2001), sob o ponto de vista histórico, para além da função da moeda servir como unidade de conta no mercado, a sua origem está, acima de tudo, no poder do Estado de demandar que certos pagamentos, como impostos, sejam feitos em um determinado ativo, ou seja, o valor da moeda depende da determinação pela autoridade central e de que os pagamentos e obrigações sejam feitos na moeda por ela indicada cujas origens são sociais e históricas. A partir dessa visão, os cartalistas se diferenciam dos metalistas que entendem que a única diferença entre a sociedade primitiva e a moderna é o uso da moeda. Da perspectiva cartalista, a teoria econômica ortodoxa não conseguiu explicar como a função unidade de conta é gerada, dado que a maximização da utilidade racional não é capaz de demonstrar a espontaneidade de um padrão monetário estável para medir valor.

A ideia do “cartalismo original”, cujo livro de Georg Knapp, *The State Theory of Money*, publicado pela primeira vez em 1905, inaugura essa perspectiva. Como o título do livro deixa claro, o Estado tem um papel fundamental na origem da moeda e explica que o meio de pagamento que se torna moeda é aquele escolhido pelo Estado, proclamado por força da lei. Segundo o argumento central de Knapp, a moeda possui uma natureza política, pois o Estado escolhe unidade de conta e o meio de pagamento, referenciando-os para encerrar os débitos da economia, inclusive os do próprio Estado, ou seja, aquele meio que será aceito por todos os agentes em posição de credores. Mesmo no caso em que o pagamento não seja à vista, o encerramento do débito fica condicionado à existência de uma unidade de valor invariável e contínuo no tempo (INNES, 1914). Por isso, a moeda é o ativo aceito nos pagamentos e o seu padrão não é escolhido só ou principalmente por causa das propriedades específicas de um metal, mas basta que o Estado considere válido qualquer pagamento realizado na determinada moeda para que esta se torne legítima (KNAPP, 1924).

A relação entre existência de um sistema monetário de pagamentos depende, pois, da soberania do Estado. Seu tamanho e peso na economia, a necessidade dos cidadãos pagarem taxas e tributos e sua capacidade de ordenar a forma como se darão esses pagamentos determinam esta aceitação e refletem sua soberania. A tributação, seja qual for, por definição, é uma manifestação de poder, um ato de força

(METRI, 2012). Verifica-se, desse modo, que há uma relação hierárquica importante no sistema de débito/crédito privado, sobretudo na forma de comando sobre a sociedade decorrente dessa hierarquia. “Cada segmento representa promessas de pagamentos com diferentes graus de aceitabilidade da moeda; no ápice estão os ativos mais aceitos” (BELL, 2001, p. 158). A posição da moeda do Estado no topo implica em uma íntima relação entre a autoridade fiscal, que arrecada impostos de um lado, e a criação de moeda (política monetária) de outro (WRAY, 2004).

A abordagem cartalista tem uma visão cética sobre a Teoria AMO quando esta afirma que uma moeda sem um Estado não é viável. No caso da UE, o projeto do euro não é de um Estado em particular, mas de vários Estados membros representados por e nas instituições comunitárias. Como é escrita pela vontade soberana dos seus membros, o euro funciona em um sistema cartalista, isto é, está inserido em um sistema hierárquico carregado de relações de poder e fruto da construção histórica. Neste sentido, a análise da viabilidade de uma moeda comum não perpassa a simples contabilização dos custos e benefícios de uma AMO, como afirmou Mundell. Ao contrário, as relações de poder estão presentes desde o início do projeto de integração monetária da Europa e a soberania dos Estados continua sendo um dos elementos mais sensíveis relativas ao euro.

Por isso, Teoria Cartalista é a perspectiva mais consistente para explicar a construção da UME e a sua recente fragilidade. A despeito de ser delicada ligação entre autoridade política soberana e alguns Estados membros da zona do euro, considerando-se sua heterogeneidade, também há baixa mobilidade de trabalho entre os membros na UME, dadas as barreiras culturais e linguísticas da Europa. Os salários permanecem rígidos, tendo em vista a herança de fortes sindicatos e programas sociais generosos oferecidos pelos governos. As leis trabalhistas são, em sua maioria, rígidas, difíceis de serem modificadas. Segundo a Teoria AMO, se houvesse desequilíbrio entre essa relação, ela se resolveria com a livre movimentação dos fatores de produção, sobretudo força de trabalho, o que, não acontece na prática. Ao contrário, as economias europeias da periferia bateram recordes de desemprego e de dívidas públicas. Tendo em vista que a relação autoridade fiscal-criação da moeda não é harmônica no bloco europeu, o euro não consegue ter grande confiança do mercado. Enfim, os custos da UME parecem mais altos do que os benefícios para os países mais fragilizados com a crise (EICHENGREEN e FRIEDEN, 2010).

Ignorando as lições da história, os arquitetos do SME, aparentemente acreditando nas forças de mercado, abandonaram os mecanismos tradicionais de regulação, sem pensar em qualquer mecanismo alternativo (MEHRLING, 2000). Nos anos 1990, foram retirados os controles formais de capital, conduzindo a desequilíbrios de longo prazo na UME. Isso porque com a criação do euro, houve um movimento massivo de capital, sobretudo, da Alemanha e Países Baixos, para a sua periferia. Esse *boom* resultou em crescimento significativo das taxas de inflação na Espanha e na Grécia (KRUGMAN, 2012). O BCE tentou, em seguida, acomodar as taxas altas de inflação. Quando o capital, que fluía do centro para a periferia da Europa cessou, os preços e os custos de trabalho da periferia ficaram desalinhados com os do centro. Com isso, o euro enfrentou problemas de ajustes, que não foram amenizados pela mobilidade do fator trabalho, como propôs Mundell.

## Considerações Finais sobre a Crise do Euro

Quando a crise norte-americana atingiu a UE, em 2009, 18 dos atuais 28 Estados membros faziam parte da zona do euro. Existiam grandes diferenças entre eles: Alemanha, Reino Unido, França, Países Baixos, Itália, Bélgica e Áustria eram os mais poderosos e industrializados do bloco europeu. As suas economias eram amparadas por instituições domésticas, que implementavam políti-



cas coordenadas, e mantinham treinamento da mão-de-obra e grandes investimentos na área de inovação tecnológica. Do outro lado, estavam outros 11 países que haviam feito parte da ex-União Soviética<sup>4</sup>, além de Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha (os PIIGS, sigla em inglês) – que, com exceção da Irlanda, estão localizados ao sul da Europa – que sofriam com baixa competitividade externa dos seus bens e serviços (HALL, 2016).

Disparidades salariais na zona do euro eram os elementos que ampliavam as diferenças de competitividade, pois permitiam que as maiores corporações europeias, particularmente as indústrias alemãs, se mantivessem em posição privilegiada no mercado único, visto que haviam terceirizado grande parte da produção nos países periféricos da UE, onde geralmente pagavam baixos salários. Em seguida, transportavam as peças para a Alemanha para a montagem do produto final, de onde os exportavam para outros países do mercado europeu e para o mercado global (TOUISSANT, 2013). Portanto, o primeiro grupo, composto por integrantes desenvolvidos da zona do euro, teve sucesso em aumentar as suas exportações, que se refletiram em superávits em sua conta corrente, por meio, sobretudo, do pagamento de baixos salários aos trabalhadores na Periferia da Europa. O segundo grupo passou a ter déficits comerciais com a Alemanha e com outras economias centrais da UE, aumentando a sua situação de vulnerabilidade externa.

Com o agravamento da crise, e tendo em vista que os integrantes da zona euro não podiam desvalorizar as suas moedas a fim de que seus bens exportados ganhassem competitividade, as autoridades comunitárias e os governos nacionais dos países mais vulneráveis aplicaram o que foi chamado de desvalorização interna: impuseram mais cortes aos salários dos empregados, aumentando os lucros da maioria das empresas privadas (grande parte delas estrangeiras) para, assim, no limite, manter a competitividade de seus produtos. Por conseguinte, agravamento do quadro econômico entre 2010-2011 se mostrou ainda mais lucrativo para as grandes corporações das economias mais industrializadas e fortalecidas da UE, à medida que houve achatamento dos salários nas economias do sul da Europa (TOUISSANT, 2013).

Em verdade, na década anterior à crise norte-americana, o regime de crescimento dos PIIGS havia sido, em larga medida, liderado pelo aumento do consumo financiado por bancos privados. O acesso dessas economias à UME teve como impacto inicial a queda nas taxas de juros para níveis bem abaixo das alemãs, uniformizando-as. Como resultado, na primeira década dos anos 2000, houve uma repentina disponibilidade de crédito barato no mercado, sobretudo da Espanha e da Grécia, o que gerou crescimento dos investimentos na produção de manufaturas, *boom* no setor imobiliário e estímulos a financiamentos por parte de entes estatais e privados (SCHARPF, 2011). De fato, essas economias apresentaram crescimento econômico, aumento o nível do emprego e da renda per capita. Os salários reais e os custos por unidade de trabalho também aumentaram, embora ainda fossem mantidos como um elemento-chave de competitividade das organizações industriais. Com efeito, o incremento drástico de empréstimos e importações desses países, ampliando suas dívidas e os déficits em conta corrente, respectivamente, deu-se essencialmente em razão do comportamento do setor privado (bancos, empresas construção civil, grandes indústrias) (TOUISSANT, 2013). Incapazes de competir com as economias mais industrializadas, os países periféricos tomadores de empréstimos viram se formar volumosas dívidas públicas e privadas, inclusive com bancos das economias centrais da Europa.

Por esse motivo, quando o choque externo alcançou a zona do euro, em 2009, os preços dos imóveis, que haviam subido nos anos 2000, provocando a formação de bolhas imobiliárias, passaram a reverter seu ciclo de ascensão, com impactos negativos sobre os bancos por conta da inadimplência dos devedores. Para agravar a situação, havia estreito espaço por parte dos governos dos PIIGS para a utilização da política fiscal anticíclica, graças aos duros critérios de convergência de Maastricht e ao PEC, inviabilizando as chances de recuperação do seu nível de atividade econômica (STOCKHAMMER, 2014).

---

4 Estônia, Letônia e Lituânia; Polônia, República Tcheca, Eslováquia, Hungria, Bulgária, Romênia, Croácia, Eslovênia.



Sendo assim, essas economias, sobretudo dos PIIGS, não tiveram como promover um ajuste rápido de sua competitividade externa, mantendo-se por um período longo de tempo em uma situação de estagnação econômica, dependentes do capital externo e das decisões institucionais comunitárias.

Dada a escassez de recursos e reservas internacionais, ainda em 2009, houve, mesmo que de forma limitada, aumento dos gastos públicos para o resgate de bancos nacionais a fim de amenizar os efeitos da crise. Em decorrência disso, os déficits dos Estados aumentaram acentuadamente e a crise das instituições financeiras privadas se transformou em uma crise de dívida pública soberana, pois o endividamento privado decorrente das bolhas da especulação imobiliária foi transferido para o setor público na forma resgate do sistema bancário como resposta à desaceleração das economias.

A situação ficou extremamente delicada em 2010, pois, além da queda nas receitas não apenas nos PIIGS – os principais candidatos a receber os pacotes de socorro financeiro de instituições comunitárias –, os países que supostamente deveriam pagar os custos da ajuda aos governos da periferia (principalmente a Alemanha), não quiseram dividi-los. Em virtude dessa posição e diante do agravamento do quadro, um fundo de resgate financeiro demorou para ser criado. Somente em 2010 foi criado o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF), o qual logo se mostrou insuficiente para resolver os desequilíbrios, de raízes estruturais (SCHARPF, 2011). No Tratado de Lisboa, que entrou em vigor em 2009, BCE ficou proibido de financiar diretamente os Estados membros endividados da zona do euro, admitindo que cada um deveria assumir sozinho seus compromissos financeiros (STOCKHAMMER, 2014). Foi sendo cimentado o caminho da crise de dívida soberana na Europa e sua fragmentação política.

Ajustes com a intenção de alcançar a estabilidade macroeconômica com cortes de orçamento e reformas estruturais orquestradas pela Troika – Comissão Europeia, BCE e Fundo Monetário Internacional (FMI) – resultaram em nefastos efeitos sobre a economia e a sociedade graças à forte recessão causada (BRAZYS e HARDIMAN, 2015). Com o aperto no crédito e as incertezas do setor bancário, as economias entraram em recessão e o desemprego alcançou níveis alarmantes.

Aliás, como abordagens diferenciadas, dependendo das condições de cada economia, não foram contempladas no decorrer do projeto europeu de integração monetária, tampouco no ápice da crise, tendo em vista que a maioria dos governos não haviam desempenhado um papel importante na construção da UME ou do PEC. Pautado na visão econômica dominante à época, a monetarista, o BCE foi o responsável por metas alicerçadas nas médias da eurozona, ao passo que todos os problemas de ajustes de cada economia ficaram a cargo dos Estados membros da UME. Além disso, na reforma do PEC, o Conselho Europeu, composto por representantes de cada Estado membro da UE, despojou a Comissão Europeia, uma instituição supranacional, da sua legitimidade de sancionar os Estados membros que não cumprissem com os critérios (PITOORS, 2014).

Ademais, o mercado de trabalho, que deveria ser flexível e um contraponto para a retomada do equilíbrio, na prática, significou apenas a queda nos salários das economias periféricas. O ônus do ajuste recaiu sobre o seu mercado de trabalho e política salarial (STOCKHAMMER, 2014). Logo, com a política fiscal extremamente restrita, a monetária centralizada no BCE, e sem a possibilidade do uso da política cambial, as economias dos PIIGS não tiveram alternativa. No final de 1999, a união monetária europeia atingiu os seus propósitos políticos eliminando as flutuações cambiais e os diferenciais de taxa de juros entre as economias, com o custo de retirar dos governos os instrumentos macroeconômicos de gerenciamento das economias. Criou-se, assim, uma situação altamente instável que minou a capacidade das nações de honrarem com seus compromissos, levando ao enfraquecimento político e econômico frente aos outros do centro da Europa.

A crise, seus desdobramentos e o contínuo esforço dos governos das economias periféricas geraram muitas críticas da opinião pública, revoltas da população e insatisfação com os políticos em países que estavam à beira do colapso econômico (KRUGMAN, 2012). A retomada do crescimento está em

vagaroso curso e os níveis de emprego ainda bem abaixo dos níveis pré-crise nas economias dos PIIGS, situação bem diferente das economias centrais (BRAZYS e REGAN, 2016).

Essa análise sugere que a escolha dos mecanismos de ajuste não são somente decisões econômicas, como afirmavam os metalistas, quando se avalia os custos e os benefícios de uma união monetária, mas são também políticas. Os condicionantes políticos da UME não foram contemplados adequadamente pela Teoria AMO. Como Mundell pouco explorou a questão da economia política porque subestimou a necessidade de uma autoridade política soberana apoiar qualquer espaço monetário e a existência de conflitos e lutas pelo poder na AMO, essa teoria é limitada em sua capacidade de entender a crise do euro, visto que ela advém da teoria metalista da moeda. A zona do euro, que funciona em um sistema cartalista, não demonstrou ter condições de pleno funcionamento e a posição da moeda única na hierarquia do SMI se mantém debilitada.

## Referências Bibliográficas

- BRAZYS, S.; REGAN, A. These Little PIIGS Went to Market: Austerity and Divergent Recovery in the Eurozone. *UCD Geary Institute for Public Policy Discussion Paper Series*, n. 17. May 19, 2016. Disponível em: <http://www.ucd.ie/geary/static/publications/workingpapers/gearywp201517.pdf>. Acesso em: 25/03/2016.
- BELL, S. *The role of the State and the hierarchy of money*. Cambridge Journal of Economics, n. 25, 2001, p. 149-163.
- COHEN, B. J. The European Monetary System: an outsider's view. *Essays in International Finance*. Princeton: Princeton University, no 142, 1981.
- DELORS, J. *Report on economic and monetary union in the European Community*. Committee for the Study of Economic and Monetary Union. Brussels, 17th April, 1989.
- EICHENGREEN, B.; FRIEDEN, J. *The Political Economy of European Monetary Unification*, 2<sup>nd</sup> Ed., Westview Press, 2000.
- EICHENGREEN, B. The EMS Crisis in Retrospect. Preliminary version, Nov. 2000. *Paper Prepared for the conference celebrating the 75th anniversary of the Banco de Mexico*, Mexico City, 14 - 15 November 2000.
- EICHENGREEN, B. Is Europe an Optimum Currency Area? *NBER Working Paper Series*, n. 3579, January, 1991. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w3579.pdf>. Acesso em: 20/08/2016.
- FELDSTEIN, M. The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: political sources of an economic liability. *NBER Working Paper*, n. 6150, Cambridge, MA, 1997. Disponível em: [http://www.nber.org/papers/w6150.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w6150.pdf?new_window=1). Acesso em: 23/06/2016.
- GOODHART, A. E. C. The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*, Vol. 14, 1998, p. 407-432.
- INNES, M. The credit theory of money. *The Banking Law Journal*, Vol. 31, Dec./Jan., 1914, p. 151-168.
- KNAPP, G. F. *The State Theory of Money*. London: Routledge, 1924. Disponível em: <http://socserv.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/knapp/StateTheoryMoney.pdf>. Acesso em 30/03/2016.
- KRUGMAN, P. Revenge of the Optimum Currency Area. *NBER Macroeconomics Annual 2012*, Vol. 27, 2012, p. 439-448.
- KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. *Economia Internacional: Teoria e Política*. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 6<sup>a</sup> Edição, 2005.
- KRUSE, D. C. *Monetary Integration in Western Europe: EMU, EMS and Beyond*. London: Butterworths, 1980.

- MEHRLING, P. Mr. Goodhart and the EMU. *CiteSeerX Penn State University*, 8<sup>th</sup> March, 2000. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.202.262>. Acesso em 17/03/2017.
- METRI, M. Acumulação de poder, sistemas e territórios monetários: uma análise teórica sobre a natureza da moeda e sua relação com a autoridade central. *Ensaaios FEE*. Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 397-422, nov. 2012. Disponível em: <http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/2571/3105>. Acesso em 09/03/2016.
- MICOSSI, S. Unholy compromise in the eurozone and how to right it. *CEPS Policy Brief*, n. 277, 16 July 2012.
- OTERO-IGLESIAS, M. Stateless Euro: The Eurocrisis and the Revenge of the Cartalist Theory of Money. *Paper presented at International Studies Association (ISA) Annual Convention*, San Francisco, 2-6 April 2014. Disponível em: [https://www.academia.edu/5296886/Stateless\\_Euro\\_The\\_Eurocrisis\\_and\\_the\\_Revenge\\_of\\_the\\_Cartalist\\_Theory\\_of\\_Money](https://www.academia.edu/5296886/Stateless_Euro_The_Eurocrisis_and_the_Revenge_of_the_Cartalist_Theory_of_Money). Acesso em: 08/03/2017.
- PITOORS, G. Economic and Monetary Union: between Hegemony and Federation. *ECPR General Conference*. Université de Montréal, Montréal, 26th-29th August, 2015. Disponível em: <https://ecpr.eu/Filestore/PaperProposal/b9206f9a-1886-4671-b1f5-a685f99af0ec.pdf>. Acesso 22/04/2017.
- SCHARPF, F. W. Monetary Union, Fiscal Crisis and the Preemption of Democracy. *MPIfG Discussion Paper*. Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne, Köln, no 11, 2011.
- SCHUMPETER, J. *History of Economic Analysis*. New York: Oxford University Press, 1994.
- STOCKHAMMER, E. The Euro Crisis and contradictions of Neoliberalism in Europe. *Post Keynesian Economics Study Group Working Paper* n. 1401, 2014. Disponível em: <https://www.postkeynesian.net/downloads/wpaper/PKWP1401.pdf>. Acesso em 20/04/2017.
- TOUISSANT, E. The Euro Crisis, Contradictions between Countries in the Periphery and Centre of the European Union. *Global Research*, November, 26th, 2013.
- WRAY, R. *The Credit Money and State Money Approaches: the Contributions of A. Mitchell Innes*. Cheltenham: Edward Elgar Cheltenham, 2004.