

**DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA À CRISE DO EURO:
UM DEBATE A PARTIR DA TEORIA CARTALISTA DA MOEDA**

PATRÍCIA NASSER DE CARVALHO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

RESUMO:

No auge da crise econômica europeia, em setembro de 2011, completou cinquenta anos que o ensaio do economista canadense, Robert Mundell, sobre a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO) foi publicado. 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 maneira mais livre possível. Além disso, a sua teoria previa que as taxas de câmbio fixas seriam mais apropriadas para áreas intimamente integradas por meio de trocas comerciais.

No atual contexto de crise econômica da zona do euro, na qual aparentemente as condições admitidas por Mundell encontram mais dificuldades, os políticos europeus vêm apresentando propostas para maior coordenação entre as suas políticas econômicas sem muito sucesso. Neste sentido, a proposta deste trabalho é debater a Teoria AMO e inseri-la dentro deste contexto de crise que a Europa vive. Entende-se que a Teoria AMO é limitada em sua capacidade de explicar a integração monetária europeia e a crise do euro, em particular, porque está pautada na teoria metalista da moeda. Defende-se aqui a tese de que outra concepção de moeda, baseada na abordagem cartalista, é mais consistente para a compreensão da fragilidade fundamental da AMO e, conseqüentemente, da crise zona do euro.

Palavras-chave: União Europeia, União Monetária Europeia, crise do euro, Áreas Monetárias Ótimas.

DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA À CRISE DO EURO: UM DEBATE A PARTIR DA TEORIA CARTALISTA DA MOEDA

PATRÍCIA NASSER DE CARVALHO

INTRODUÇÃO

Na luta para salvar a sua moeda comum, a União Europeia (UE) tem estado muito ocupada tentando encontrar soluções para os problemas enfrentados pela zona do euro. Há pelo menos cinco anos, desde que a crise financeira norte-americana atingiu o Continente Europeu, a grande burocracia comunitária tenta, sem muito sucesso, encontrar uma saída para harmonizar a sua união monetária, oficialmente instituída em 1999. Os europeus ainda não entraram em um consenso sobre a criação de uma instituição independente responsável pela ajuda financeira destinada aos países endividados. Tampouco os países da zona do euro dispõem de instrumentos complementares e diferenciados, variáveis dependendo das suas necessidades, para a condução de uma política econômica com o nível de integração que a união monetária exigiria. A solidariedade financeira também ainda não se tornou realidade, haja vista que países da “periferia europeia” como Grécia, Espanha e Portugal, tentam superar as dificuldades para atingir as metas macroeconômicas estabelecidas em 1992 e superar a recessão e o desemprego.

Historicamente, quando algo deu errado no processo de integração, os políticos europeus chamaram por “mais integração”, embora, desta vez, em razão dos diversos interesses, da magnitude das necessidades de ajuda financeira e das assimetrias mais evidentes e profundas, a retórica não tem surtido muito efeito. A vontade de alguns políticos que ainda acreditam em uma verdadeira integração, também não.

Por conseguinte, as decisões e ações tomadas não vêm oferecendo solução para os problemas de dívidas na zona do euro. Ao contrário, elas têm se mostrado pouco convincentes para continuar a construir “sonhos europeus”, que demandam uma união política mais firme e a promessa de gerenciamento equilibrado do orçamento comunitário para se chegar a integração econômica realmente mais profunda e avançada. O que de fato parece faltar não é somente uma coordenação entre as políticas macroeconômicas, mas uma coordenação político-institucional mais ampla, uma vez que o processo de integração regional da Europa não é um processo puramente econômico, mas sim essencialmente político, uma condição para a sobrevivência de uma moeda comum. O euro, na verdade, é o resultado histórico de um projeto econômico e também político.

Ademais, deve-se levar em consideração o *status quo* dos vários Estados membros da UE quando se fala em uma solução comunitária, com destaque para o papel que exerce a Alemanha. Desde o início da integração da zona do euro, os seus parâmetros macroeconômicos ditam quais devem ser as metas rigorosas de convergência macroeconômica a que os demais membros devem se enquadrar. Ao mesmo tempo, os líderes europeus clamam por uma política econômica unificada, mas se negam a ceder a qualquer ônus maior imposto pelas instituições comuns. As condições de livre circulação dos fatores de produção, sobretudo do fator trabalho, não constituem uma realidade na UE, tampouco ela se constitui como uma união fiscal que facilita a correção dos desequilíbrios internos. As assimetrias são claras dentro do bloco e os custos de uma união monetária parecem recair mais sobre certos Estados.

No auge da crise econômica europeia, em setembro de 2011, completou cinquenta anos que o ensaio do economista canadense, Robert Mundell, sobre a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMO) 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 maneira mais livre possível. Além disso, a sua teoria previa que as taxas de câmbio fixas seriam mais apropriadas para áreas intimamente integradas por meio de trocas comerciais.

No contexto desta crise, todavia, na qual aparentemente o movimento dos fatores mão de obra e capital, como admitido por Mundell, encontra mais dificuldades. Os políticos europeus vêm apresentando propostas para maior coordenação entre as suas políticas econômicas, sobretudo, das políticas fiscais, sem muito sucesso. O cerne da questão da unificação monetária, portanto, é bem mais complexo do que somente medir os custos e os benefícios gerais da AMO. Ele envolve negociações políticas e instituições comunitárias que também estão em crise de legitimidade democrática (SCHARPF, 2011). Esse elemento, de fato, Mundell nunca defendeu para a concretização de uma AMO.

Diante disso, a proposta é debater a Teoria AMO e inseri-la dentro deste contexto de crise que a Europa vive. Entende-se que a Teoria AMO é limitada em sua capacidade de explicar a integração monetária europeia e a crise do euro, em particular, porque está pautada na teoria metalista da moeda e, assim, subestima a necessidade da autoridade política soberana sustentar qualquer espaço monetário dado. Defende-se aqui a tese de que outra concepção de moeda, baseada na abordagem cartalista, é mais consistente para a compreensão da fragilidade fundamental da AMO. De modo geral, o núcleo do argumento apresentado neste trabalho está no fato de que a AMO permanece frágil em seus fundamentos, para além de que a zona do euro não criou uma autoridade política legítima que possa sustentá-la.

A partir desse ponto de partida, o objetivo deste trabalho é fazer uma crítica à Teoria AMO a partir de uma breve apresentação do desenvolvimento da união monetária europeia. Em seguida, a partir do debate teórico sobre a origem da moeda segundo o ponto de vista metalista, a intenção é o contrapô-la à visão cartalista da moeda. Em outras palavras, considera-se fazer uma análise crítica da AMO na Europa – extensão da Escola Metalista da moeda – a partir de uma visão alternativa – a teoria cartalista da moeda, com destaque para as hipóteses de Charles Goodhart (1998) sobre a união monetária europeia, destacando-se pontos sobre a atual crise do euro.

1. BREVE HISTÓRICO DO PROCESSO DE CONSTRUÇÃO DA UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA

Desde a ratificação do Tratado de Roma (1957)¹ pela “Europa dos Seis”², a Europa Ocidental experimentou um longo e contínuo crescimento econômico que lhe garantiu ganhos relativos. Instituída para fusão das estruturas político-administrativas de mais alto nível, a Comunidade Econômica Europeia (CEE) conferiu unidade administrativa e política a outras instituições comuns fundadas no início dos anos 1950. De maneira ampla, criou mecanismos que a permitiram dar expressão tanto aos interesses nacionais quanto aos comunitários.

Os agentes econômicos europeus aproveitaram a dinamização resultante da abertura das fronteiras comerciais com a formação de uma união aduaneira para promover um verdadeiro salto adiante em termos produtivos. Neste cenário de forte recuperação econômica no pós-II Guerra, a criação de uma moeda comum foi vista, a partir do fim dos anos 1960, como um passo necessário para o avanço gradual da integração econômica europeia e, ao mesmo tempo, como um passo lógico, visto que a maior expansão do comércio só se daria com a estabilização do câmbio no

¹ Na verdade foram dois Tratados de Roma de 1957: um que instituiu a Comunidade Econômica Europeia (CEE), que lançou as bases para o mercado comum europeu e a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA); outro instituiu a Comunidade Europeia de Energia Atômica (EURATOM). A EURATOM foi criada para a cooperação em energia exclusivamente para fins pacíficos, tendo em vista que a energia atômica era uma importante matriz energética para o desenvolvimento econômico que se almejava.

² Em referência aos seis países que ratificaram o Tratado de Roma: Alemanha Ocidental, França, Itália, Bélgica, Países Baixos e Luxemburgo.

mercado intra-europeu. Em termos políticos, mais adiante, a unificação monetária teria ainda um valor simbólico para o desenvolvimento da capacidade de formulação de políticas sociais e externas em nível europeu (EICHENGREEN e FRIEDEN, 2010, p. 3).

Em 1970, o relatório do primeiro-ministro de Luxemburgo, Pierre Werner³, apresentou um programa de integração monetária da Europa, no escopo das ações em direção da realização de um mercado comum, composto por três etapas que seriam cumpridas em dez anos, 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. O Relatório Werner definia, dentre outros, um plano de três fases de 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. Para tanto, 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 e diminuir as barreiras comerciais remanescentes na Europa. O objetivo era alcançar taxas de câmbio convergentes e integrar os bancos centrais nacionais em um sistema federativo de bancos europeus. 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 de uma União Monetária Europeia (UME) (KRUSE, 1980).

Todavia, pouco depois que o Relatório foi apresentado, o Sistema de Bretton Woods (SBW), um conjunto de regras para a recuperação da economia internacional realizado com o protagonismo norte-americano –, e que atrelou o dólar ao ouro e estabeleceu metas para a variação das taxas de câmbio europeias dentro de intervalos de 2% –, colapsou em 1971 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 Estados membros 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. Os ministros das finanças de algumas economias se posicionaram contra a abolição do sistema cambial adotado com sucesso pelos Aliados em Bretton Woods em 1945, mas nada puderam fazer naquele momento. Em 1973, após cada vez maiores déficits externos, acentuando os desequilíbrios no balanço de pagamentos, o dólar se desvalorizou novamente em 10%.

Além do colapso do SBW, que trouxe mais incertezas e instabilidade ao Sistema Monetário Internacional, a volatilidade nos mercados financeiros destacou a urgência dos esforços de se criar uma zona de estabilidade monetária na Europa (EICHENGREEN, 2000, p. 4). 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 Sistema Monetário Internacional e fortalecer o seu projeto de cooperação econômica. O objetivo era assegurar que as moedas europeias flutuassem dentro de bandas cambiais para conter os movimentos da Serpente estreitamente e pré-estabelecidas em 2,25%, portanto, um intervalo só um pouco maior que o operado pelo SBW (EICHENGREEN e FRIEDEN, 2010, p. 4). Os Seis da CE foram seguidos de Reino Unido, Dinamarca e Irlanda na adesão à “Serpente”.

No entanto, rapidamente as divergentes condições econômicas e políticas e os reflexos do Choque do Petróleo de 1973, a “Serpente” se mostrou pouco funcional. Os Estados membros 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

³ O Relatório Werner pode ser encontrado no seguinte endereço: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6142_en.pdf

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. 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, forçando 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.

Mesmo diante as 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.

Como parte do SME, as moedas nacionais foram atreladas ao *European Currency Unit* (ECU), que funcionaria como um denominador comum, uma unidade de conta, e seria usada como um “indicador divergente”, um 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, que seria um projeto embrionário do BCE. O FECOM 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 CE, em troca os membros receberiam depósitos denominados em ECU, para serem usados nos equilíbrios das dívidas intra-comunitárias. Por fim, foi instituído um sistema de facilitação de crédito de curto prazo (COHEN, 1981, p. 5).

Tanto provisões para realinhamentos quanto facilidades de financiamento foram previstos pelo SME 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. 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 monetária.

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, p. 5).

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 (WALLACE, 2000, p. 201). 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, por isso, cada vez mais convergência política *a posteriori*.

Em verdade, esse cenário era o resultado de uma mudança no projeto de integração europeia. 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 um crescimento da auto-confiança 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 uma centralização de poder europeu (FELDSTEIN, 1997, p. 6).

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, recomendou que a CEE se movesse imediatamente para a criação de uma moeda comum. Acreditava-se que taxas 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. Segundo, taxas flexíveis aumentariam a resistência das indústrias domésticas à integração e intensificariam as demandas por proteção (DELORS, 1989). Por outro lado, 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, contribuiria significativamente para o aumento do investimento e do crescimento econômico na região (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005).

O Relatório Delors, apresentado em abril de 1989, sugeria uma unificação monetária gradual. Ele 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 capital, além do reforço do compromisso com as taxas de câmbio. 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 Banco Central Europeu (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 (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, p. 6). 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 para a transição de uma moeda única a partir do Relatório Delors, prestes a ser ratificado em 1992, seria certo (FELDSTEIN, 1997, p.5). 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 do mercado, alguns governos renderam-se às forças de 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, o Tratado de Maastricht determinou os severos critérios de convergência macroeconômicas (com relação à dívida pública, déficit público, taxa de inflação, taxa de juros e taxa de câmbio)⁴ e a institucionalização de um Banco Central Europeu (BCE) supranacional.

Em 1993 as pressões para a intensificação a redução da taxa de juros se elevaram. O *Bundesbank* não parecia 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, p. 7).

Em 1994 o choque com a reunificação alemã já apresentava sinais de abrandamento, permitindo ao *Bundesbank* reduzir a taxa de juros. O período de recessão foi suplantado com crescimento econômico e consolidação fiscal tornando bem mais fácil a adoção de políticas de harmonização. A seguir, sucederam-se os planos de transição para a União Econômica Monetária (UEM)⁵. Os governos – mesmo aqueles que haviam sido obrigados a desvalorizar sua moeda – conseguiram manter seu câmbio em determinadas faixas. Fortes grupos de pressão se mostraram ávidos pela UEM, entendendo que as desvalorizações não haviam sido positivas para o aprofundamento da integração.

O Pacto de Estabilidade de Crescimento (PEC) de 1997 reforçou as medidas austeras, com um cronograma de imposição de penalidades financeiras aos países que não corrigissem as situações de déficits públicos e dívidas consideradas “excessivas” com a devida rapidez e o compromisso fiscal antes da criação de uma moeda comum, poderiam esperar sanções (SCHARPF, 2011). Ao mesmo tempo, os Estados membros exibiram certa flexibilidade ao aceitarem interpretar os critérios fiscais, retirando a preocupação daqueles que pensavam que a UEM pudesse ser uma

⁴Os critérios de convergência macroeconômica de Maastricht são: Déficit Público anual: a relação entre o déficit público anual e o produto interno bruto (PIB) não deve exceder 3% no fim do exercício orçamental anterior. Dívida Pública: A relação entre a dívida pública bruta e o PIB não deve exceder 60% no fim do exercício orçamental anterior. Taxas de câmbio: O Tratado prevê: "a observância, durante pelo menos dois anos, das margens normais de flutuação previstas no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, sem ter procedido a uma desvalorização em relação à moeda de qualquer outro Estado-Membro. Taxas de juros: O Tratado dispõe: "o caráter duradouro da convergência alcançada pelo Estado-Membro deve igualmente refletir-se nos níveis das taxas de juro a longo prazo".

⁵ Enquanto a “Serpente” incluiu estados que não eram membros da CE, a UEM somente contou com seus membros.

“camisa de forças” (EICHENGREEN, 2000, p. 5). Em 1998, a decisão final foi tomada e os 11 Estados desejosos por participar e em 1º de janeiro de 1999, a UEM começou a funcionar.

2. A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS (AMO) E A UEM

A tese sobre AMO, de Robert Mundell, apresentada na *American Economic Review*, de 1961, é considerada a pioneira no assunto, e inspiradora de trabalhos de outros autores posteriormente sobre o mesmo tema, dentre os mais destacados McKinnon (1963) e Kenen (1969). Portanto, as hipóteses de Mundell influenciaram as primeiras ideias acerca da unificação monetária da Europa. Contraponto os critérios, assim como os custos e benefícios de formar ou entrar em uma área monetária comum, a Teoria AMO de Mundell pode ser considerada uma referência para se responder como escolher e qual é o melhor regime cambial a ser adotado a fim de aumentar a eficácia dos regimes cambiais em áreas geográficas. São destacadas, a seguir, as principais ideias de Mundell de modo a se ter os subsídios necessários para se fazer críticas à Teoria AMO e, adiante, apresentar uma visão alternativa a ela.

Segundo Mundell, uma área monetária “é um domínio no qual as taxas de câmbio são fixadas” (MUNDELL, 1961, p. 657, tradução nossa). Escrevendo no âmbito do regime cambial de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis adotadas pelo SBW, com controles de capital, e apesar de vários trabalhos 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 área cambial deveria ser uma experiência positiva de países em processo de integração regional (BROZ, 2005, p. 54). Também foi Mundell o pioneiro na sugestão de uma área monetária deveria ser uma região com fronteiras que não necessariamente coincidissem com as fronteiras dos Estados Nação, mas sim, com uma região. Assim, o mundo seria dividido em diferentes regiões com moedas comuns e não em vários Estados nação com suas próprias moedas. A sua tese principal estava na estratégia para aprofundar os processos de integração regional promovendo a unificação monetária de diferentes países de uma região com estruturas econômicas semelhantes.

A partir de um exemplo hipotético, Mundell construiu seu argumento a respeito de um choque de oferta entre duas economias de uma região. Nessa região com taxas de câmbio fixas, Mundell sugeriu que os países entre os quais há grande mobilidade de trabalho e flexibilidade dos salários reais pode se beneficiar de uma união monetária, pois ela funcionaria como um mecanismo de ajuste para corrigir desequilíbrios regionais (inflação ou desemprego) provocados por choques assimétricos de oferta (MUNDELL, 1961). Em outras palavras, apenas a mobilidade dos fatores de produção, em especial a mobilidade geográfica 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. Mundell enfatizou que a plena mobilidade de fatores, sobretudo de força de trabalho, seria crucial para o bom funcionamento de uma união monetária (MUNDELL, 1961, p. 661).

Caso não houvesse plena mobilidade do fator trabalho, o banco central da união monetária ficaria diante de um dilema: ou utilizaria a política monetária para combater o desemprego, ou para combater a inflação. Não seria possível atacar os dois problemas ao mesmo tempo. Esses desajustes tenderiam a ser duradouros, o que tornaria a opção por uma união monetária economicamente custosa ou até mesmo insustentável⁶. Isso porque se a taxa de câmbio dentro de uma região causasse

⁶Segundo Mundell, um país teria, dentre outros, os seguintes motivos para não participar de uma união monetária:

- a) a inflação preferida pelo país é diferente da inflação da área monetária;
 - b) o país prefere usar a taxa de câmbio como instrumento para afetar o emprego, os salários reais e o balanço de pagamentos; e
 - c) o país deseja usar a expansão monetária ou o imposto inflacionário para financiar os gastos públicos.
- Simultaneamente, o mesmo país teria os seguintes motivos para participar de uma união monetária:

desemprego, ou forçasse outra parte na mesma região a aceitar inflação como solução para o desemprego, então esse regime cambial não pode ser considerado ótimo.

A qualidade da moeda também seria importante para a delimitação da AMO. Pequenas áreas monetárias implicariam num mercado cambial estreito, vulnerável a ação dos especuladores; portanto, elas não seriam desejáveis.

Outros autores que seguiram Mundell utilizaram a essência da sua teoria, embora realizando algumas modificações: McKinnon (1963), diferentemente de Mundell, também defendendo a Teoria AMO, distinguiu o fator trabalho móvel de duas formas: como um fator geográfico entre as regiões e entre as indústrias. Ele considerou que caso houvesse imobilidade de fatores entre as regiões, em contrapartida poderia haver especialização produtiva com a plena mobilidade da força de trabalho entre as indústrias.

Alinhado ao arcabouço teórico de Mundell, Kenen (1969) olhou para as condições nas quais os choques assimétricos entre os países fossem menos prováveis. Ele introduziu a diversificação produtiva como um importante critério, pois acreditava que uma perfeita mobilidade do fator trabalho raramente existia. Kenen pensou em um novo critério para determinar se a economia deveria fixar a taxa de câmbio (ou aderir a uma união monetária) ou mantê-la flexível. Em sua conclusão, ele afirma que se um choque adverso atingir a área monetária comum, a integração fiscal entre as regiões poderia diminuir o impacto através de transferências fiscais entre as regiões (Broz, 2005, p. 56). Em vista disso, foi Kenen (1969) quem primeiro reconheceu os limites na mobilidade dos fatores de produção e os consequentes choques assimétricos que precisariam ser atenuados pela transferência de fundos das regiões menos para as mais atingidas por um choque adverso.

Após a tese apresentada por Mundell ser reconhecida, e especialmente após a repercussão das ideias de Kenen, os teóricos da AMO passaram a levar em consideração a necessidade de uma estrutura federativa (e as suas implicações políticas e econômicas) para viabilizar um espaço monetário.

A Teoria AMO de Mundell tornou-se base analítica para a macro aberta e para aqueles que duvidavam que a Europa Ocidental – com a sua diversidade de economias nacionais e força de trabalho relativamente imóvel – estava pronta para uma política monetária comum (McKinnon, 2001, p. 4). No início dos anos 1990, o principal economista cético em relação à UEM era Barry Eichengreen, cujos vários artigos sobre o tema foram consolidados em seu livro *European Monetary Unification* (1997)⁷. Eichengreen (1993), antes de discutir a eficácia da mobilidade dos fatores, de forma similar a Comissão Europeia (1990)⁸, assim resumem as vantagens de uma união monetária na Europa, a partir das ideias de Mundell:

-
- a) a inflação na união monetária será mais baixa;
 - b) os custos de transação serão reduzidos;
 - c) a paridade do poder de compra com os parceiros da união monetária será mantida;
 - d) o poder discricionário das autoridades monetárias e fiscais será atenuado;
 - e) a incerteza cambial será reduzida;
 - f) os efeitos de choques serão distribuídos pelos participantes da união monetária;
 - g) a integração regional será intensificada;
 - h) o poder político, econômico e estratégico da região aumentará; e
 - i) as políticas monetária e fiscal domésticas serão disciplinadas pela política monetária da união.

⁷ Por exemplo, em dezembro de 1992, Eichengreen publicou o artigo “Should the Maastricht Treaty be saved?” (*Princeton Studies on International Finance*, nº 74, p. 2) no qual argumenta que “a maior probabilidade de o Tratado de Maastricht começar com apenas um subconjunto de membros da CE destaca as insuficiências das disposições do Tratado de Maastricht. Ademais, o funcionamento sem percalços de uma união monetária demanda centralização maior das funções econômicas do que está provisionado pelo Tratado. O ceticismo da Dinamarca e da França com relação à ideia de uma Europa federal mostra que o caminho será menos centralização e não mais”.

⁸ EUROPEAN COMMISSION. One market, one money: an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union. European Economy, Brussels, n. 44, Oct. 1990. Disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication7454_en.pdf

1. Redução dos custos de transação com a substituição das moedas nacionais, com o custo de sacrificar a autonomia de política monetária e fiscal: a instituição de uma moeda única reduz os custos de transação e de conversão de moedas e as ineficiências a eles associadas;

2. A união monetária aumenta a credibilidade da política monetária: dada a rigidez de preços e salários, os bancos centrais têm incentivo para o efeito inflação a fim de incentivar o crescimento do nível de atividade econômica, financiar déficits orçamentários, equilibrar o balanço de pagamentos ou amortizar a dívida pública. Entretanto, como os agentes econômicos antecipam estes incentivos, as políticas frequentemente produzem apenas um viés inflacionário. Já em uma união monetária, o incentivo do banco central unificado em recorrer à inflação como instrumento de política será estritamente menor do que o da maioria dos bancos centrais nacionais, o que beneficiará países com histórico de inflações mais elevadas.

3. Na medida em que a moeda única elimina a incerteza cambial, a unificação monetária tende a estimular a integração comercial, os fluxos de investimento e o crescimento econômico. Ao mesmo tempo, os ganhos de eficiência monetária também será maior se os fatores de produção puderem migrar livremente na área do euro. Os retornos são mais previsíveis e os salários mais estáveis.

4. O mercado comum permite aos produtores europeus explorarem as economias de escala e de escopo.

5. Criando um mercado financeiro mais amplo, pode-se estimular a sua eficiência através das fusões e aquisições de bancos e companhias seguradoras.

6. A partir da competição “nas fronteiras”, os produtores europeus são forçados a se adaptar; caso contrário, serão eliminados. A intensificação da competição regulatória obriga os governos europeus a refazer suas políticas em mercados menos agressivos. É possível que a moeda única seja indispensável para alavancar os benefícios de um mercado comum. Caso as indústrias nacionais, pressionadas pela remoção das barreiras comerciais, percebam que a sua competitividade poderá ser adicionalmente afetada por súbitas oscilações na taxa de câmbio, elas apóiam a fixação da sua taxa de câmbio em relação às moedas da área.

7. Transparência: uma única unidade de conta permite que os consumidores comparem melhor os preços se os produtores cobrarem preços diferentes em diferentes países. Encoraja os poupadores a buscarem maiores taxas de depósitos e investidores menores taxas de empréstimos. Facilita para que os sindicatos insistam em regras mais restritas de trabalho, visto que uma moeda comum faz com que seja mais fácil aos empregados compararem salários e custos de trabalho.

Segundo Krugman e Obstfeld (2005), tudo isso levaria a um crescimento do volume comércio intra-regional e da renda de cada Estado-membro, e, conseqüentemente, do bloco.

“A partir do paradigma de Mundell, os políticos avaliam os benefícios *versus* custos da criação de uma moeda única como a perda de autonomia de política monetária” (Eichengreen 1993, p.1-2, tradução nossa). Essa é a desvantagem bastante importante da unificação monetária. Como visto, em 1992-1993, quando os países europeus temiam a inflação, mas outros estavam preocupados com o desemprego, foi difícil de se chegar a uma política satisfatória a todos. Uma única política monetária pode significar um incômodo e alta inflação para uns e, para outros, um alto nível de desemprego, ou seja, distúrbios assimétricos, corrigindo outros fatores. A questão central aqui é se pensar o quão frequente esses distúrbios assimétricos irão ocorrer. Adicionalmente, é possível que os choques de oferta mudem com o advento da unificação monetária.

Mesmo diante dessas desvantagens e incertezas, é indiscutível que o projeto da UEM é único. Pela primeira vez, Estados europeus poderosos decidiram conceder a outras instituições sua soberania monetária e, mais importante, abandonar a sua capacidade de “criar” e gerenciar a sua moeda – e assim monetizar a dívida soberana – dado que pelo Tratado de Maastricht, o BCE ganhou independência completa (KRUGMAN, 2012). Ainda que muito se reconheça, entre os economistas e políticos, os méritos da UEM, da iniciativa europeia e da teoria de Mundell sobre as

vantagens da área monetária ótima, cabem algumas observações sobre o desenvolvimento da unificação de acordo com os pressupostos da Teoria AMO.

Lembre-se de que Mundell observa que os custos de submeter economias diferentes experimentando choques assimétricos para uma política monetária simétrica será menor quando o trabalho flui livremente de uma região em depressão para outra em ascensão econômica. O que se vê é que há, na realidade, poucos sinais de que a transição para a UEM transformou os aspectos de performance do mercado de trabalho europeu, permitindo a mobilidade do fator trabalho em um bloco para realizar ajustes. A mobilidade do trabalho entre os membros da UE ainda hoje permanece baixo, refletindo as barreiras culturais e linguísticas da Europa. Os salários permanecem rígidos, refletindo a herança de fortes sindicatos e programas sociais generosos na Europa. Onde os acordos econômicos estão inseridos em instituições sociais, como no caso do mercado de trabalho, visto que eles são lentos para serem modificados e os custos de uma união monetária são altos (EICHENGREEN e FRIEDEN, 2010, p. 14).

Um choque que amplie o desemprego em um dos Estados da UEM, mas que não leve a uma redução das taxas de juros pelo BCE porque não há taxa de desemprego comparável em outra economia da UEM, aumenta o problema de depressão crônica da região já afetada. É isso o que parece que aconteceu e ainda está acontecendo na UE, pois esses efeitos pioraram com a crise econômica internacional de 2008-2009, cujos maiores efeitos a Europa passou a sentir a partir de 2010. As economias do centro da Europa (Alemanha, França, Países Baixos e Dinamarca) são muito diferentes dos países periféricos da Europa como Portugal, Espanha, Irlanda e Grécia, não só em termos de indicadores macroeconômicos, mas em relação à especialização e estruturas produtivas. Assim, as decisões comuns sobre taxas de juros ou as metas de dívida pública, de acordo com os critérios de convergência macroeconômica, que podem ser positivas para os primeiros, podem não ser para os últimos. Muitas economias têm de conviver com alta taxa de desemprego e alta taxa de juros ao mesmo tempo, por exemplo. Por conta dessas assimetrias, desde o início da integração monetária europeia, os britânicos argumentaram que uma política para “todos os tipos de economias” ditadas por Frankfurt não poderia ser ótima.

Pode-se ainda acrescentar que antes da criação do euro, alguns trabalhos estatísticos apontavam que haveria a explosão do comércio intra-europeu, o que não aconteceu. Só houve, de fato, um crescimento modesto, muito aquém do imaginado (KRUGMAN, 2012, p. 3). Outras pesquisas apontam, ainda, que os custos cambiais são uma parte muito pequena do produto nacional dessas economias, ou seja, a unificação monetária não tem grandes repercussões neles.

Ademais, a criação do euro levou à percepção em muitos investidores que os grandes riscos associados aos investimentos inter-fronteiriços na Europa seriam eliminados. Nos anos 1990, eliminou-se os controles formais de capital, conduzindo a desequilíbrios de longo prazo dentro da Europa. Isso porque com a criação do euro, houve um movimento massivo de capital do coração da Europa – da Alemanha e Países Baixos, sobretudo – para a sua periferia. Esse *boom* resultou em crescimento significativo das taxas de inflação na Espanha, Grécia e então na Alemanha (KRUGMAN, 2012, p. 8). O BCE tentou, em seguida, acomodar a inflação alta. Mas 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 um problema de ajuste, que não foi amenizado pela mobilidade do fator trabalho, como propôs Mundell, ou com a integração fiscal, como quis Kenen. Por fim, a UEM teve de enfrentar mudanças de amplo alcance na economia global, além das transformações geopolíticas com o fim da URSS. O aumento das transações financeiras internacionais promovida pela desregulamentação dos mercados financeiros internacionais causou crescentes dificuldades de se manter o controle de capitais (EICHENGREEN, 2000, p. 6).

Conclui-se que a grande falha da Teoria AMO está na desvantagem da perda de flexibilidade da política monetária e de mecanismos de ajuste na prática. A UE não demonstra ter as condições para o pleno funcionamento, segundo a Teoria AMO. Para muitos Estados membro da

UE, sobretudo aqueles que não são do centro, os custos parecem ser mais elevados que os benefícios. Ademais, as mudanças nos preços e nos salários relativos são mais fáceis de serem feitas via depreciação cambial do que pela renegociação contratual individual, visto que há muitas discrepâncias no mercado de trabalho dos Estados. Adicionalmente, com o agravamento da crise econômica, não se imaginou que os países que sofressem choques assimétricos enfrentariam problemas fiscais tão grandes de modo a chamar a solvência de instituições europeias e internacionais.

Essa análise sugere que a escolha dos mecanismos de ajuste não são só decisões econômicas quando se avalia os custos e os benefícios de uma união monetária, mas são também decisões políticas. Por conseguinte, entende-se que os condicionantes políticos da UEM não foram contemplados adequadamente pela Teoria AMO. Como Mundell pouco explorou a questão política sua teoria mostra-se frágil para se analisar a atual situação econômica europeia, a discussão a seguir aponta outras questões relacionadas à fragilidade da Teoria AMO, propondo uma discussão teórica e em seguida empírica sobre os seus pontos de fragilidade a partir de uma visão alternativa à união monetária, a Teoria Cartalista da moeda.

3. TEORIA AMO X TEORIA CARTALISTA DA MOEDA

3.1. A TEORIA METALISTA DA MOEDA

Como alguns autores (GOODHART 1998 e Bell 2001) destacaram, há essencialmente duas escolas que tratam da origem da moeda. A primeira é a Escola Metalista, ou tradicional, ou pode-se chamá-la ainda convencional (METRI, 2012), também denominada de Time-M, ou *M-Form* por 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. Até o século XX, de acordo com Schumpeter (1994), o metalismo, foi aceito como teoria pela maioria dos economistas, apesar de, em alguns momentos, certas contestações tenham surgido.

A Teoria Metalista admite que a moeda surge espontaneamente no mercado para facilitar as trocas comerciais. Segundo os metalistas, a moeda serve para evitar uma “dupla coincidência de vontades” (“*the double coincidence*”), isto é, para facilitar as trocas que só ocorreriam se dois indivíduos tivessem o mesmo desejo de troca. A moeda teria surgido espontaneamente no setor privado com o objetivo de eliminar ineficiências da troca. A sociedade aceitou então a função de meio de troca da moeda de modo a amenizar os custos relacionados às trocas (Bell, 2001, p. 152).

Essa visão tem como 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.

Sendo assim, de acordo com os metalistas, todo agente econômico, interessado em adquirir bens e serviços de que 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. Com efeito, 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 se contemplar a função de troca da moeda, o ativo escolhido deveria ser “algo que tivesse valor de troca independentemente de sua função monetária” (SCHUMPETER, 1994, tradução nossa). Na prática, com o tempo, os meios de troca convergiram para os metais preciosos, uma vez que, segundo visão metalista, a determinado ponto da evolução das relações econômicas e sociais, entendeu-se que a moeda deveria ser um ativo com valor, de preferência que fosse durável, divisível e portátil para facilitar a trocas. De outro modo, pode-se dizer que segundo a visão metalista, a sociedade geralmente estabeleceu, ao longo da história, uma moeda metálica (quase

sempre o ouro ou a prata) que já tivesse por si um valor intrínseco. Isso porque, segundo essa visão, os metais preciosos não permitiam que houvesse perda ou ganho de valor quando fossem comprados ou vendidos. A moeda cunhada com esses metais funcionaria como um meio de troca com garantia, como se fosse um selo (*token*), resolvendo o problema da identificação, e permitiria que as moedas metálicas circulassem amplamente como meio de troca⁹.

Além da sua composição, eram, então, definidos pesos e graus específicos de pureza e o peso metálico, com o intuito de se estabelecer um padrão de valor geral e estável. Para tanto, a autoridade central deveria comprometer-se em cunhar moedas com tais especificidades e zelar por elas, além de estampá-las com seus brasões, de modo a tornar mais fácil sua identificação e dificultar sua falsificação. Surgiram, então, as moedas cunhadas (METRI, 2012, p. 400). Ou seja, esses ativos, com propriedades específicas de peso e qualidade eram ativos convincentes como meio de troca, porque eram ativos com valor e com certas propriedades, não pela simples influência ou encorajamento do Estado (BELL, 2001, p. 153). Ao poder, coube a função de resguardar o conteúdo metálico, pela sua identificação e fiscalização para não ser falsificada. Portanto, a moeda, além de ser utilizada para uso próprio, de acordo com seus atributos naturais, definidos pela sua utilidade prática, funcionaria como meio de troca (METRI, 2012, p. 400), dada a propensão natural a troca da sociedade (WRAY, 2004, p.1). 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 desviam atenção da moeda atrelada ao comportamento social para o cálculo de utilidade individual (BELL, 2001, p. 152). As classes sociais e econômicas são removidas da análise dos metalistas, enquanto o “mercado” é exaltado. A moeda tem como função primordial facilitar as trocas e reduzir custos e quando a autoridade central interfere nesse processo, pode gerar ineficiências (WRAY, 2004, p. 2).

Portanto, de acordo com a Escola Metalista, não há a necessidade de uma autoridade política, governo ou Estado envolvido na institucionalização da moeda, isto é, o governo tem um papel limitado nesse processo. A moeda é um produto exclusivo do setor privado que objetiva reduzir custos de transação e assim pode ser vista como um “véu” neutro nas operações da economia. A sociedade, por sua vez, teria aceitar o meio de troca, o chamado “dinheiro”, a fim de minimizar os custos de transação com a troca. Dessa forma, depois que as moedas fossem, de fato, consideradas meio de troca, elas também poderiam ser admitidas como um bem para consumo ou para investimento produtivo.

Com o tempo, a comunidade continuaria a aceitar um papel moeda de menor valor depois da eliminação do padrão monetário de metais preciosos. As pessoas estariam supostamente dispostas a ter a moeda como a ativo e meio de troca, pelo menos potencialmente, enquanto a moeda *fiat*, aquela oficial dada pela autoridade legal, seria um “meio de troca que nunca seria usado como meio de consumo ou com funções de investimento produtivo” (LALIDLER, 1987, p. 20 *apud* Bell, 2001, p. 153).

Infelizmente, segundo Schumpeter (1994), não há evidências empíricas ou históricas para apoiar a explicação das origens da moeda segundo a Teoria Metalista. Avanços analíticos se deram na economia real e pouca importância foi dada à análise monetária (Mehrling, 2000, p. 15). Os registros históricos estão mais a favor da escola nominalista ou cartalista (o Time C) ou anti-metalista, como se verá a seguir. O M-team, conjunto teórico do qual a Teoria AMO é uma extensão natural, também não conseguiu explicar como um ativo continuou a ser aceito como um papel moeda depois da eliminação do padrão metálico. Coube aos cartalistas, que não acreditavam

⁹That gradually the metals, gold, silver, copper, and more especially the first two, came to be regarded as being by their inherent qualities more suitable for this purpose than any other commodities and these metals early became by common consent the only medium of exchange (Innes, 1913, p. 1)

que a moeda tinha o seu valor derivado de seu conteúdo metálico (ou de face), determinar a fonte do valor da moeda para além da sua representação como um metal precioso.

3.2. A TEORIA CARTALISTA DA MOEDA

Os cartalistas, ou Time-C, segundo Goodhart (1998), discordam da visão metalista, pois entendem que as moedas não são originadas no setor privado, mas são resultado da ação dos Estados, que têm um papel central na determinação do valor da moeda. Diferentemente da visão metalista, os cartalistas propõem uma teoria não mercantil da moeda.

Pode-se afirmar que o germe da teoria cartalista está no trabalho de Adam Smith, *A Riqueza das Nações* (1776). Embora não tenha assumido uma posição dogmática em relação aos padrões metálicos, ele antecipou a possibilidade da escassez de metais preciosos inibir as prospecções de crescimento das economias: “*At that time, “a well-regulated paper-money” will substitute metals “not only without any inconveniency, but, in some cases, with some advantages”* (SMITH, 1776, p. iv).

Segundo a Escola Cartalista, que ganhou a simpatia de Joseph Schumpeter e Lorde Keynes e de historiadores, sociólogos e antropólogos que estudaram a moeda (GOODHART, 1998, p. 409 e Bell 2001, p. 160), 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 de que os pagamentos e obrigações sejam feitos na moeda indicada. Smith já havia percebido, sem desenvolver a teoria, que, uma vez que o príncipe – ou o representante da autoridade – anunciasse que iria aceitar certo tipo de meio de pagamento para receber os tributos por ele cobrados, a moeda, como meio de troca, seria imediatamente imbuída de certo valor, ou seja, o valor da moeda dependeria de sua utilidade para a realização das obrigações com o Estado (Bell, 2001, p. 154). Historicamente essa unidade de conta sempre foi introduzida ou imposta pela autoridade política (OTERO-IGLESIAS, 2013, p. 5). Logo, a análise cartalista não se limitou a se concentrar no valor intrínseco da moeda tampouco na sua função como meio de troca.

Esta é a ideia central do “cartalismo original”, cujo livro de Georg Knapp, *The State Theory of Money*, publicado pela primeira vez em 1905¹⁰, inaugura essa perspectiva teórica. Como o título do livro deixa claro, o Estado tem um papel central nesta teoria. Sinteticamente, *The State Theory of Money* pode ser dividido em três partes: a primeira teórica, abstrata e geral, uma segunda parte, que poderia ser chamada de teoria aplicada, e um apêndice histórico.

A seção inicial explica que o meio de pagamento que se torna moeda é aquele escolhido pelo Estado, proclamado por força da lei. De acordo com o argumento central de Knapp, a moeda possui uma natureza política e que o seu estabelecimento e uso ocorrem a partir de um ato de poder do Estado, quando escolhe unidade de conta e o meio de pagamento, referenciando na unidade desejada, que será utilizada para encerrar os débitos da economia, sobretudo os do próprio Estado, isto é, aquela que será aceita por todos os agentes em posição de credor. Por isso, “a moeda é aquele ativo que é aceito nos centros de pagamentos estatais” (“*The Money of state is what is accepted a tpublic pay offs*”) e o seu padrão não é escolhido só ou principalmente por causa de uma propriedade específica de um metal (KNAPP, 1924, p. viii).

“A alma (o valor) da moeda não está em suas peças materiais, mas na determinação legal que regula o seu uso” (KNAPP, 1924, p. 2, tradução nossa). Assim, a moeda não se origina do valor metálico da moeda, mas do Estado, que cria um meio para conduzir a troca privada, *fiat money*. Basta que o Estado considere válido qualquer pagamento realizado em determinada moeda para que

¹⁰ A versão citada neste trabalho, de 1924, é a 4ª edição.

esta se torne aceitável de modo geral (KNAPP, 1924): “a moeda é uma criatura da lei. A moeda é uma criatura do Estado porque somente este tem a capacidade de manter uma relação estável e contínua de unidade de valor e meio de pagamento através da sua ação legislativa estabelecendo a unidade de conta”. A escolha de um meio de pagamento geral, a sua relação com a unidade de valor e a manutenção desta unidade ou a condição de sua conversibilidade é a “*free act of the State’s authority*” (KNAPP, 1924, p. 24). Logo, a Teoria Cartalista não vê a moeda como um bem com valor de troca intrínseco, mas apenas como um ativo diferente de qualquer outro, mas com origens sociais e históricas.

Desse ponto de vista, a posição de Knapp é totalmente oposta a dos metalistas, para quem é o mercado, e não o Estado o responsável pelo desenvolvimento do sistema monetário. Para que se compreenda a diferença entre as interpretações, cita-se uma passagem de Menger (1982, p. 255, tradução nossa): “a moeda não é gerada pela lei. A sua origem é social, não em uma instituição do Estado, que não tem poder de sancioná-la”.

A relação entre a existência de um sistema monetário de pagamentos depende, pois, da soberania do Estado. Na mesma linha do poder do príncipe citado por Smith, da perspectiva de Knapp o Estado pode fazer o que quiser com relação à determinação da moeda. O tamanho e o peso do Estado na economia, a necessidade dos cidadãos pagarem taxas e tributos para o Estado e a capacidade dele de ordenar a forma como se darão esses pagamentos, determinam esta aceitação e refletem a soberania do Estado (AGGIO e ROCHA, 2009, p. 3). Em outras palavras, é tributação, seja qual for, por definição, é uma manifestação de poder, um ato de força. Não pode haver tributação sem a consolidação da função central que a antecede, pois a ameaça de coerção e violência física são os alicerces para tanto (METRI, 2012, p. 399)

Não obstante Knapp considere que o conceito de moeda também incorpora a possibilidade de troca através de uma forma geral, socialmente reconhecida, necessária para evitar o problema da “dupla coincidência de vontades”, esta não é a propriedade fundamental da moeda, como era para Menger. De acordo com Knapp, a moeda não pode ser definida apenas ou principalmente pela sua função de facilitadora de trocas, muito menos como uma mercadoria eleita entre todas as outras para cumprir este papel.

A satisfação que o uso da moeda se realiza em sua circulação, assim sua característica principal é a sua aceitabilidade. Neste sentido, o autor explica o processo pelo qual um símbolo vira uma moeda cartal, ou seja, como se define a moeda como um “meio de pagamento cartal”, uma vez que o seu conteúdo metálico não é relevante. “A Teoria Cartalista entende que a moeda – mesmo representada por um papel – é um instrumento que transfere unidades de valor de uma mão para outra e facilita a circulação interna” (KNAPP, 1924, p.226, tradução nossa). A visão de Minsky (1986) está na mesma direção: “todo mundo pode criar moeda; o problema é fazê-la ser aceita (MINSKY, 1986 *apud* Bell, 2001, p. 150).

Na verdade, o adjetivo “cartal” deriva-se da palavra latina “*charta*”, que significa bilhete (*ticket*) ou símbolo (*token*) (KNAPP, 1924, p.31-33). Todo Estado deseja construir pontes, ter exércitos preparados e estimular o setor privado, mas isso só ocorre com a imposição de impostos na moeda determinada. Tudo isso depende da arrecadação de impostos. Para os cidadãos pagarem esses impostos, eles precisam adquirir moeda do Estado. Assim, a noção de que esses impostos “pagam” os bens públicos, como a garantia da defesa ou da infra-estrutura, conduz a aceitabilidade da moeda e auxilia os cartalistas na justificativa da conversão dos impostos como “responsabilidade” do Estado e dever do cidadão. O reconhecimento de que as obrigações devem ser padronizadas – um símbolo de valor imposto pelo Estado – em termos de unidade de conta é o passo seguinte da autoridade central (WRAY, 2004, p. 4).

A determinação dessa unidade de conta deixa claro que a moeda tem uma natureza social e consiste de uma prática complexa que inclui poder e relações de classe, socialmente construídas, com representações abstratas de valores sociais. A partir dessa visão heterodoxa, os cartalistas se diferenciam dos ortodoxos metalistas que entendem que a única diferença entre a sociedade

primitiva e a moderna é o uso da moeda. Segundo os cartalistas, a importância de relacionar as práticas sociais com a origem da moeda (WRAY, 2004, p. 4) deve ser vista na história. É o que Knapp faz na terceira parte do seu livro, onde discute as relações entre as moedas metálicas e valutas, as paridades entre elas, e os metais preciosos atrelados às moedas em diferentes regiões e momentos.

No que se refere à experiência histórica, é certo que o Estado modifica o meio de pagamento de tempos em tempos (KNAPP, 1924, p. 13). Se o Estado assim o fizer, ele tem de criar uma regra de conversão de uma moeda em relação a outra. O novo meio de pagamento precisa se referir ao anterior. É somente essa referência que torna possível que os negócios sejam mantidos nos novos meios de pagamento no momento das trocas. A moeda deve, então, ser um meio de pagamento que preserva a condição de valor observada no momento da troca. Ao mesmo tempo, a unidade de conta precisa ser escrita (METRI, 2012) e pode, de tempos em tempos, ser reescrita pela vontade da autoridade soberana (AGGIO e ROCHA, 2009, p. 3). Isso significa que as moedas não representam unidades fixas de valor, uma vez que os preços podem variar, na unidade de conta estabelecida, alterando as condições de pagamento.

No processo de troca, o pagamento deverá encerrar uma vez por toda uma transação. Mesmo no caso em que o pagamento não seja à vista, a garantia da troca, isto é, o encerramento do débito, fica condicionado à existência de alguma unidade de valor invariável e contínua no tempo. Mitchell Innes, em sua obra *The credit theory of Money* (1914), apresentou essa ideia. A moeda representa o resultado de uma relação social bilateral: uma de débito, visto que há uma promessa ou obrigação que existe e que não pode ser identificada independentemente de seu uso, e, em contrapartida, outra de crédito. Por isso, a moeda é tratada como um balanço contábil/financeiro. Assim, quando um comprador (devedor) ou um vendedor (credor) fazem contrato futuro, a moeda (ou equivalente a crédito ou débito) é criada. A criação de moeda é, então, simplesmente a operação contábil que sela essa relação social (INNES, 1914, p. 2)¹¹.

Sobre moeda como crédito, Innes completa: “Nos tempos modernos, a moeda poupada foi introduzida e usada como crédito; por outro lado, não necessariamente as compras (débitos) são feitas à vista, mas podem ser realizadas com promessas de pagamento” (INNES, 1914, p. 2, tradução nossa). Isso significa que não se faz necessária a participação de um meio de troca sonante para que as transações ocorram, pois podem ser concretizadas com base apenas no reconhecimento comum das obrigações (dívidas) assumidas. A efetivação de qualquer transação requer poder de compra, qualidade e não implica, necessariamente, a presença física de uma moeda metálica, ou de outra moeda-mercadoria (METRI, 2012, p. 408). É esse mecanismo entre credores e devedores que fundamentam a “lei primitiva do comércio”, segundo Innes (1913).

Keynes (1930) e Wray (2004), também trataram da moeda como uma relação social e uma operação contábil. Keynes (1930) segue a mesma linha da definição de Knapp, de que a moeda é prerrogativa do Estado – que tem o poder de sua proclamação –, mas que o meio de pagamento válido é aquele emitido pelo Estado mais o criado pelo sistema bancário. A moeda de conta representa a unidade na qual “as dívidas, os preços e o poder de compra se expressam (...) enquanto moeda por si é aquela em que os contratos e os preços dos contratos são cumpridos” (KEYNES, 1930, p. 3 *apud* BELL, 2001, p.156). Da mesma forma que a moeda estatal representa um débito em relação ao Estado, o título bancário representa um reconhecimento de uma dívida privada. Através de seu privilégio de determinar a moeda é que o Estado valida o meio de pagamento bancário, permitindo que este seja usado em suas transações (OTERO-IGLESIAS, 2013, p. 5).

¹¹ Essa relação social débito e crédito e o poder do Estado de sancionar a moeda em diversos locais do mundo foram apresentados em seu artigo de 1913, com o fim de apontar. Innes (1913) cita: “Desde o comerciante da China até os Redskins da América, do árabe do deserto ao hotentote da África do Sul ou os Maori da Nova Zelândia, débitos e créditos são igualmente familiares, e a quebra da palavra a, ou a recusa de realizar uma obrigação igualmente vergonhosa” (INNES, 1913, p. 11, tradução nossa).

Finalmente, a teoria cartalista admite ainda que as moedas compõem uma hierarquia. Essa hierarquia pode ser pensada como uma “pirâmide onde cada segmento representa promessas de pagamentos com diferentes graus de aceitabilidade da moeda. No ápice da pirâmide estão os ativos (ou a moeda) com maior grau de aceitabilidade (BELL, 2001, p. 158). Isso acontece porque algumas promessas, como títulos, são menos líquidos porque não são rapidamente convertidos em um meio de troca ou perdem parte do seu valor. Verifica-se, desse modo, que há uma relação hierárquica importante no sistema de débito/crédito privado, com o poder, especialmente na forma de comando sobre a sociedade decorrente dessa hierarquia. Em última análise, a capacidade de impor obrigações, o nome da unidade de conta e a emissão da moeda usada para pagar esses passivos confere uma medida substancial de poder político a uma autoridade. A posição da moeda do Estado no topo dessa hierarquia 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, p. 11). Essa relação, quando mantida, habilita o uso de políticas fiscais contra-cíclicas e deve, como argumenta Wray (2004), ser a chave para manter o pleno emprego.

Diante do que foi exposto, pode-se concluir que o time-Mfalha quando afirma que a moeda é um véu neutro nas operações da economia real. De acordo com a definição aceita neste trabalho, moeda sempre implica em relações entre o devedor e o credor, que são naturalmente carregadas de noções de poder (OTERO-IGLESIAS, 2013, p. 6). A partir dos pressupostos da Teoria Cartalista, depreende-se que se há sempre demanda pelo meio de pagamento do Estado (em situações normais), esse não precisaria tomar emprestado, pois poderia escolher apenas emitir seu próprio meio de pagamento. A questão crucial reside nas condições em que um país encontra aceitação para seus débitos na sua própria moeda, pois são os processos de fortalecimento da autoridade central e de acumulação de poder os responsáveis pela criação e pela organização de um espaço monetário, como também, em determinadas situações, pela expansão da zona de circulação e referência de uma moeda para além das fronteiras territoriais da autoridade que a criou, formando territórios monetários que podem, no limite, impor a todo o globo (METRI, 2012, p. 399). No caso do país mais poderoso, ele pode conseguir ser o emissor do equivalente geral, estar no topo da hierarquia, ter a moeda de maior liquidez e menor risco. Como sempre haverá demanda pelos seus débitos, os demais países terão de armazenar moeda de conta internacional. As moedas desses estão nos degraus mais baixos da pirâmide.

3.3. GOODHART: UM “CARTALISTA” VOLTADO ÀS CRÍTICAS À TEORIA AMO

Passadas décadas após a primeira publicação do livro de Knapp, em *Two Concepts of Money*, artigo escrito em 1998, pelo professor da *London School of Economics*, Charles Goodhart, recuperou a teoria cartalista, que também chama de C-form ou C-team para fazer uma contraposição ao M-form. Seu trabalho estimula a publicação de diversos novos artigos, principalmente de pós-keynesianos, sobre o tema. Este novo conjunto de ideias a partir da “Cartalismo Original”, é chamado de “Retorno Cartalista”.

O objetivo de Goodhart é mostrar que a explicação da união monetária europeia como área monetária ótima não tem consistência histórica, pois ela parte apenas de uma suposta preferência teórica dos economistas do *mainstream*. A Teoria AMO, segundo ele, demonstra preferência normativa desses teóricos ortodoxos pela minimização de custos do setor privado em um primeiro plano, em vez de primar pelos fatores políticos¹² (GOODHART, 1998, p. 409, tradução nossa), ou seja, desconsidera a moeda como uma efeito da ação do setor público. Segundo Goodhart, todavia, a história aponta que há muitos fatos que ligam a cunhagem e sanção da moeda ao poder político,

¹² “The comparative paradigmatic success of the M team (OCA) model may also reect economists' normative preference for systems determined by private sector cost minimization rather than messier political factors”.

aos fortes reis e às reformas monetárias (GOODHART, 1998, p. 414). É a necessidade de manutenção da lei e da ordem pela autoridade, a força dos contratos e toda a infra-estrutura de regulação na sociedade que permitiram que isso acontecesse. Ao mesmo tempo, os impostos pagos na forma monetária ampliaram a demanda por moeda. Desde que o governo passou a ter o direito à senhoriação – essa palavra é recorrentemente usada para se referir à prerrogativa do Estado na cunhagem e sanção da moeda –, isso beneficia a sua posição fiscal. Os governos sempre usaram o seu poder para criar moeda a fim de beneficiar a si próprios quando estiveram ameaçados pela guerra (p. 425). Assim, enquanto os teóricos da M-form advogam a redução do papel do governo na economia ao contrário, a Teoria C-form acredita que intervenção do governo necessária e inevitável para a determinação e concomitante à operação e à organização do sistema político.

Uma das críticas que autor destaca sobre a Teoria AMO é a que ela e suas derivações admitem a coincidência entre moedas nacionais e os governos sem questionar como isso acontece, “ignorando os fatores de economia política”, importantes para o sucesso e o fracasso dessas uniões, incluindo a AMO da Europa” (GOODHART, 1998, p. 420). Na verdade, a Teoria AMO não vê conexões necessária ou desejáveis entre as relações monetárias e políticas. Sendo assim, não compreende a relevância de se pensar o poder e a influência de países como a Alemanha e a França, por exemplo, na constituição da zona do euro, simplesmente porque, segundo a Teoria AMO, a moeda seria determinada essencialmente nas relações de troca privadas. Lembre-se que foram exatamente esses dois países que pressionaram o Conselho da Europa para eleger um comitê que realizaria o Relatório Delors sobre a viabilidade de uma unificação monetária no fim dos anos 1980. A Teoria AMO tampouco entende que o euro é um elemento de um projeto político maior de integração regional da Europa. Continua Goodhart: “as teorias da moeda M-form são extremamente preocupadas com a forma e com a “beleza” da explicação, deixando de lado a verdade dos fatos históricos”.

Apesar do tom crítico, Goodhart demonstra a sua admiração pelo domínio que a Escola Metalista exerceu (e ainda exerce) sobre a análise econômica moderna, mas a todo o tempo, Goodhart tenta mostrar a superioridade da Escola Cartalista. Ao afirmar que o Modelo-C é melhor para se entender as falhas inerentes da UEM, ele conclui que a “Teoria AMO tem pouco ou nenhuma capacidade explicativa. Diferentemente da Teoria-C, é incapaz de perceber a forte relação entre soberania e áreas monetárias – uma relação que persiste tenuamente através do curso da criação e da dissolução dos Estados federais (GOODHART, 1998, p. 425).

Outra observação crítica importante de Goodhart relaciona-se ao fato de que não está claro na Teoria-M quem desempenha a função de cunhagem/sanção da moeda, se são os indivíduos que compõem o setor privado ou o setor público por meio do governo, embora afirmem que é o setor privado. Por exemplo, Menger sugere que a moeda escolhida se dá tanto pela sociedade (*ex ante*) como é sancionada pelo governo (*ex post*) (MENGER, 1892). Esse fato mostra uma das principais fraquezas da teoria M. Ela é incapaz de explicar como a função unidade de conta aparece e porque considera-se algo natural, relacionado ao mercado. Diferentemente do peso ou da pureza, a moeda é um ativo com conceito muito mais abstrato que a Escola Metalista considera e, por isso, sempre houve um elemento de confiança intersubjetiva atrelado a ela. A Teoria-M também não considera as dificuldades de usar os metais preciosos como moeda, pois o custo e o tempo gastos na verificação do metal, que, muitas vezes, não são baixos, parecem irrelevantes.

Como mencionado anteriormente, confiança é particularmente importante para se pensar em moeda. É, com efeito, o elemento que faz a moeda durável e o espaço monetário sustentável no longo prazo. Isso é um ponto importante porque o que se coloca aqui é a preocupação não com o que pode funcionar como moeda em um momento ou espaço particular, mas como opera durante um período prolongado de tempo, mostrando-se resiliente a todos os tipos de crises sócio-econômicas. A “Serpente Monetária” pode ser trazida para ilustrar o processo de integração monetária europeia, um exemplo de que as suas diretrizes não geraram confiança suficiente no projeto político e os compromissos cambiais foram, aos poucos, sendo rompidos.

A confiança é, por consequência, uma característica é relevante para se entender por que há uma hierarquia de diferentes tipos de moedas e por que nos tempos modernos certas moedas endossadas pelos Estados estão no topo da pirâmide. Dessa perspectiva, verifica-se que o euro enfrenta atualmente um momento de falta de credibilidade, não parece muito resiliente às instabilidades e a sua posição na hierarquia monetária nos próximos anos dependerá da sua aceitação e da percepção do mercado internacional.

Um ponto de diferenciação da teoria cartalista, segundo Goodhart, é que ela explica a característica política da criação e uso da moeda em uma economia soberana e a interligação entre políticas monetária e fiscal de um país. Portanto, como alertou o autor, às vésperas da criação do euro, “o modelo do C-Team vê a centralidade da relação entre a soberania política, a autoridade fiscal e a criação de moeda. Desse ponto de vista, a constituição da zona do euro, regulamentada pelo BCE, destrói esta ligação, uma vez que, como é independente dos Estados Nacionais europeus, assegura um divórcio sem precedentes entre as principais autoridades monetárias e fiscais” (GOODHART, 1998, p. 410). Ao mesmo tempo, o poder político de várias instituições europeias mostra-se muito fraco para verificar se as políticas fiscais, segundo os critérios de Maastricht, estão sendo cumpridas.

Na verdade, apesar da introdução do euro, não houve uma unidade política federal, isto é, as principais competências fiscais e monetárias não migraram para o nível federal. Os Estados europeus continuam a ter as principais responsabilidades fiscais no SME, mas no campo monetário, eles são coadjuvantes do BCE e, no limite, não podem chamar a autoridade monetária máxima para criar moeda de modo a financiar o seu déficit público doméstico. As economias que têm dívidas não conseguem, portanto, utilizar-se de sua política monetária. O BCE, carregado de poder, na prática está afastado das decisões e necessidades de gastos dos diferentes economias europeias, e controla a base monetária, em diversas configurações econômicas, sob uma mesma taxa de juros de curto prazo e metas de inflação. Eis o problema central da unificação monetária europeia. As assimetrias – como taxas de inflação divergentes – e os diferentes interesses já haviam sido motivo para a crise cambial europeia pré-Maastricht no início dos anos 1990.

No que se refere à UEM e ao SEBC pós-Maastricht, Goodhart viu que a nova moeda é nada mais do que a expansão do marco alemão e o BCE nada além do *Bundesbank* expandido (GOODHART, 1992, p. 315 *apud* MEHRLING, 2000, p.8). Como o SEBC está moldado pelo *Bundesbank*, o foco da política monetária está na estabilização de preços (MEHRLING, 2000, p. 9).

Para que a AMO funcione como pensam a Escola Metalista, Goodhart entende deveria haver um governo unificado e eficiente em termos fiscais para atenuar os choques assimétricos. Ademais, o governo soberano teria de ser capaz de impor leis e, ao mesmo tempo, encorajar a confiança no euro frente pelos cidadãos – um elemento intersubjetivo com relação à soberania – e, acima de tudo, tornar o mercado de trabalho mais flexível, permitindo que a mão de obra migre entre as regiões. Com isso, as diferenças de produtividade entre os mercados não continuariam, pois, a gerar assimetrias e choques desestabilizadores da união monetária.

4. CONCLUSÃO

Este trabalho demonstrou que a Teoria AMO é limitada em sua capacidade de entender a crise do euro porque ela vem a teoria metalista da moeda e, por isso, subestima a necessidade de uma autoridade política soberana apoiar qualquer espaço monetário. A Teoria Cartalista é mais útil e realista para mostrar a construção da unificação monetária europeia e a recente fragilidade da UEM.

As evidências que apoiam a Teoria Cartalista são:

- Importância dos elementos de economia política na análise, ignorados pela Teoria AMO: essa foi a percepção de Helmut Kohl, chanceler alemão de 1982 a 1998, quando afirmou: “A

história recente mostra que a ideia de que se possa alcançar uma união econômica e monetária sem uma união política no longo prazo é absurda (Kohl, 6 Nov. 1991, tradução nossa)”.

- A moeda é um projeto do Estado e é escrita pela vontade soberana: a constituição de um padrão monetário internacional totalmente fiduciário após o fim do SBW forneceu aos cartalistas pós-keynesianos uma problemática a explicar, em meio aos questionamentos a respeito da hegemonia do dólar no Sistema Monetário Internacional. Ao definir a moeda como uma operação contábil que tem sua origem em um ato assimétrico de poder, pode-se dizer que o euro hoje funciona em um sistema cartalista, isto é, é uma das moedas que estão inseridas em um sistema hierárquico onde o papel desempenhado por cada uma delas depende de sua aceitação. Portanto, a moeda é carregada de relações de poder e é uma construção histórica. Portanto, a análise da viabilidade de uma moeda comum perpassa a simples contabilização dos custos e benefícios de uma AMO, como afirmam os teóricos metalistas.

- Como defendem os cartalistas, a posição da moeda do Estado nessa hierarquia implica em uma íntima relação entre “a autoridade fiscal, que arrecada impostos de um lado, e a criação de moeda (política monetária) de outro”¹³. 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 vêm batendo 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. Foi, em parte, por tratar dessas tensões que os critérios fiscais de Maastricht e o PEC foram introduzidos (GOODHART, 1998, p. 424). As pressões sobre as algumas autoridades nacionais acabam por limitar e até restringir o seu poder de resposta às instabilidades.

A harmonização fiscal é um problema que ficou mais claro a partir da crise de 2010. Desde o início da união monetária, muitos já não acreditavam que a harmonização fiscal fosse possível porque poderia infringir a soberania nacional e que a Bruxelas nunca seria dado o direito de interferir em arranjos de salários nacionais.

- No momento da criação do euro, a fragilidade da relação entre a moeda e a autoridade política soberana – ou seja, elementos de economia política – não foi vista como algo sensível por aqueles alinhados ao Time-M. Essa percepção pode ser vista no otimismo dos discursos de 2002 do presidente do BCE à época, quando o euro alcançou as ruas, Wim Duisenberg: “o euro provavelmente é mais do que qualquer outra moeda, representa uma confiança mútua em nossa Comunidade. O euro não serve só para atrelar as moedas, mas também para criar laços entre os Estados. (OTERO-IGLESIAS, 2013, p. 8). O BCE, por seu turno, não legitima o poder de cada soberano. Mario Draghi, atual presidente do BCE, sabe disso e afirma:

“The ECB cannot replace the actions of national governments with respect to either economic policy effectiveness or democratic legitimacy. Ultimately, it is up to governments to dispel once and for all the persistent uncertainties that markets and citizens fear. The ultimate goal is political union, a stable and integrated Europe with a common destiny”¹⁴.

As palavras de Draghi mostram que ele reconhece claramente que uma união política deve ser necessária e uma condição para que o euro sobreviva no longo prazo, dando apoio à premissa cartalista.

- A urgência de Goodhart em advogar a favor do cartalismo pode ser entendida pelas suas preocupações com as consequências da diminuição do poder do Estado em meio às mudanças geopolíticas e ao aprofundamento da globalização, uma tendência causada parcialmente pelas forças de mercado e parcialmente pelas forças políticas nos anos 1990 (MEHRLING, 2000, p. 10).

¹³ No caso da UE, o projeto do euro não é de um Estado em particular, mas de vários Estados representados por instituições comunitárias.

¹⁴ Discurso de 12 de novembro de 2012. Disponível em: <http://www.bis.org/review/r121116a.pdf>

Ignorando as lições da história, os arquitetos do novo SME, aparentemente acreditando nas forças de mercado, abandonaram os mecanismos tradicionais de regulação, tanto micro quanto macroeconômicos, sem colocar qualquer mecanismo alternativo.

- O ponto central da crítica de Goodhart está no fato de que a Teoria AMO não consegue embasar o estabelecimento de uniões monetárias entre nações, uma vez que a perda de soberania de política monetária não justifica os ganhos relativos. Mesmo que o seu texto tenha sido escrito bem antes da crise, já ficava claro, em 1998, que diferentemente do que a Teoria AMO pregava, as políticas monetária e fiscal domésticas não estavam sendo disciplinadas pela política monetária da união.

- O processo decisório da UEM sofre com o déficit democrático (SCHARPF, 2011) em razão da falta de uma autoridade central para resolver os problemas dos déficits fiscais; Sem uma autoridade central suprema as regras comuns não podem ser eficientemente implementadas, anulando os benefícios de uma cooperação, os desacordos entre os governos nacionais e a queda no apoio popular apontam um déficit democrático, as dificuldades econômicas demonstram que a UME não conseguiu promover a estabilidade mantendo o bem estar em muitos Estados membros. Não há cumprimento com as regras acordadas, como PEC, uma das principais razões para a crise da zona do euro e um sério impedimento para uma integração durável (PITOORS, 2015).

Muito pode ser resolvido complementando a governança da UME. Enquanto o BCE é exclusivamente responsável pela política monetária da zona do euro, as políticas fiscal e orçamentária são tarefas de gerenciamento dos governos nacionais e são pensadas de uma perspectiva descentralizada. A falta de uma ação conjunta criou discrepâncias econômicas maiores entre os países da zona do euro, que significativamente aprofundaram a atual crise.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGGIO, G. O. ROCHA, M. Dois Momentos para a Teoria Cartalista da Moeda: de Knapp a Goodhart. **Revista EconomiA**, Campinas, Vol. 10, Janeiro/Abril, 2009, p. 153-168. Disponível em: http://www.anpec.org.br/revista/vol10/vol10n1p153_168.pdf

BELL, S. The role of the State and the hierarchy of money. **Cambridge Journal of Economics**, n°25, 2001, p. 149-163. Disponível em: <http://cas.umkc.edu/economics/people/facultyPages/wray/courses/Econ%20601/readings/Bell%20The%20Role%20of%20the%20State%20and%20the%20Hierarchy%20of%20Money.pdf>

BROZ, T. The Theory of Optimum Currency Areas: a literature Review. **Privrednakretanja i ekonomskapolitika**, n°104, 2005. Disponível em: <http://hrcak.srce.hr/file/28755>

COHEN, B. J. The European Monetary System: an outsider's view. **Essays in International Finance**. Princeton: Princeton University, n° 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 An Analytical Introduction, February 2000. Preliminary version of editors' introduction to the second edition of Barry Eichengreen and Jeffrey Frieden, **The Political Economy of European Monetary Unification**, 2nd Ed., Westview Press, 2000. Disponível em: <http://www.bates.edu/Prebuilt/Eichengreen=Frieden.pdf>.

EICHENGREEN, B. The EMS Crisis in Retrospect. Preliminary version, November 2000. Prepared for the conference celebrating the 75th anniversary of the Banco de Mexico, Mexico City, 14 - 15 November 2000. Disponível em: <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/bankofmexico8.pdf>

EICHENGREEN, B. Thinking about migration: Notes on European Migration Pressures at the Dawn of the Next Millenium. In: SIEBERT, H. (Org.) **Migration a Challenge for Europe**. Michigan: University of Michigan Press, 1993.

FELDSTEIN, M. The Polical Economy of the Europan Economic and Monetary Union: political sources of an economic liability. **NBER Working Paper** n^o 6150, Cambridge, MA, 1997. Disponível em: http://www.nber.org/papers/w6150.pdf?new_window=1

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, 407–432. Disponível em: http://www.dems.unimib.it/corsi/657/testi/goodhart-two_concepts_of_money.pdf

INNES, M. What is Money? **The Banking Law Journal**, May 1913.

INNES, M. The credit theory of money. **The Banking Law Journal**, Vol. 31, Dec./Jan., Pages 151-168, 1914.

KNAPP, G. F. **The State Theory of Money**. London: Routledge, 1924. Disponível em: <http://socserv.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/knapp/StateTheoryMoney.pdf>

KRUGMAN, P. Revenge of the Optimum Currency Area. **NBER Macroeconomics Annual** 2012, Vol. 27, 2012, p. 439-448. Disponível em: <http://econpapers.repec.org/bookchap/nbrnberch/12759.htm>

KRUGMAN, P. e Obstfeld, M.. **Economia Internacional: Teoria e Política**. 6^a Edição. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

KRUSE, D. C. **Monetary Integration in Western Europe: EMU, EMS and Beyond**. London: Butterworths 1980.

MENGER, C. On the origins of money. **Economic Journal**, vol. 2, n^o 6, p. 239-255, 1892.

McKINNON, R. Optimum Currency Areas and the European Experience, **Stanford University Eastern and Middle European Studies Papers**. Standford University, 16th Oct., 2001. Disponível em: <http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/optimumreueur.pdf>

MEHRLING, P. Mr. Goodhart and the EMU. **CiteSeerX Penn State University**, 8th March, 2000. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.202.262>

METRI, M. Acumulação de poder, sistemas e territórios monetários: uma análise teórica sobre a natureza da moeda e sua relação com a autoridade central. **Ensaio FEE**. Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 397-422, nov. 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 2013. Disponível em: [https://www.academia.edu/5296886/Stateless Euro The Eurocrisis and the Revenge of the Catalist Theory of Money](https://www.academia.edu/5296886/Stateless_Euro_The_Eurocrisis_and_the_Revenge_of_the_Catalist_Theory_of_Money)

PITTOORS, G. ECPR General Conference. Economic and Monetary Union: between Hegemony and Federation. Université de Montréal, Montréal, 26th-29th August, 2015. Disponível em: <https://ecpr.eu/Filestore/PaperProposal/b9206f9a-1886-4671-b1f5-a685f99af0ec.pdf>

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, n° 11, 2011.

SCHUMPETER, J. **History of Economic Analysis**. New York: Oxford University Press, (1954), 1994.

WALLACE, W. Regionalism in Europe: Model or Exception? In: FAWCETT, L. HURRELL, A. (Orgs.) **Regionalism in World Politics: Regional Organization and International Order**, 4. ed., Oxford, New York: Oxford University Press, 2000, p. 201-227.

WRAY, R. The Credit Money and State Money Approaches. **Working Paper** n° 32, 2004.

WRAY, R. Understanding Modern Money: How a sovereign currency works. 1998. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/Wray_Understanding_Modern.pdf