

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

JULIA GOMES STOFFELS

**O PAPEL INTERNACIONAL DO EURO:
DISCUSSÃO SOBRE O PROJETO DE DIGITALIZAÇÃO DA MOEDA EUROPEIA**

Porto Alegre

2024

JULIA GOMES STOFFELS

**O PAPEL INTERNACIONAL DO EURO:
DISCUSSÃO SOBRE O PROJETO DE DIGITALIZAÇÃO DA MOEDA EUROPEIA**

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

Orientador: Prof. Dra. Luiza Peruffo

Porto Alegre

2024

Stoffels, Julia Gomes

O PAPEL INTERNACIONAL DO EURO: DISCUSSÃO SOBRE O
PROJETO DE DIGITALIZAÇÃO DA MOEDA EUROPEIA / Julia
Gomes Stoffels. -- 2024.

100 f.

Orientadora: Luiza Peruffo.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2024.

1. Central bank digital currencies. 2. Euro
digital. 3. Hierarquia monetária. 4. Sistema monetário
e financeiro internacional. I. Peruffo, Luiza, orient.
II. Título.

JULIA GOMES STOFFELS

**O PAPEL INTERNACIONAL DO EURO:
DISCUSSÃO SOBRE O PROJETO DE DIGITALIZAÇÃO DA MOEDA EUROPEIA**

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

Aprovada em: Porto Alegre, 08 de fevereiro de 2024.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dra. Luiza Peruffo – Orientadora

UFRGS

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

UFRGS

Prof. Dr. André Moreira Cunha

UFRGS

AGRADECIMENTOS

Escrever uma monografia nunca é fácil, ela é um produto de diversas escolhas que tomamos ao longo da vida. A escolha e a responsabilidade que vem em poder cursar uma graduação é uma que eu devo aos meus pais. Agradeço a minha mãe pelo carinho, pela resiliência e pela empatia que ela sente por mim, carregando sempre, além do peso do próprio coração, que é enorme, as coisas boas e ruins que acontecem na minha vida. Agradeço ao meu pai por prezar pela minha independência, pela confiança em quem eu sou como pessoa, por sempre acreditar no meu potencial, mais do que eu mesma em muitos momentos, mas principalmente pelo amor genuíno e simples que chegou em mim.

Agradeço ao corpo docente da FCE que me incentivou e me inspirou a sempre buscar mais, e à UFRGS, pelas oportunidades e pessoas que foram jogadas no meu caminho de vida. Também agradeço à prof. Luiza Peruffo, especialmente pela sua paciência com a minha indecisão, sempre muito solícita e uma inspiração para o desenvolvimento deste trabalho, da qual sem ela, não poderia ter ocorrido.

Agradeço também ao Roberto, que, dentro das circunstâncias mais adversas, sempre conseguiu colocar um sorriso no meu rosto e preencher meus dias de amor e luz. Por fim, mas não menos importante, quero agradecer aos meus amigos, por serem compreensivos e pacientes, escutarem minhas dores e me incentivarem a seguir em frente, e que tornaram a minha vida, desde que entraram nela, cada vez mais feliz e leve.

“Uma moeda é tanto causa quanto fonte de poder de um Estado.” (Cohen, 2011).

RESUMO

Com a digitalização da economia como um todo, o debate em relação ao poder que uma moeda permite ao seu Estado emissor no Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) surge a partir de diversas óticas, inclusive quando se fala sobre a digitalização das moedas dos próprios bancos centrais e o que elas representam no cenário internacional. Um destes projetos de criação de uma *Central Bank Digital Currency (CBDC)* acontece na União Europeia, com o euro digital. Assim, o objetivo central deste trabalho é entender o que a criação da versão digital da moeda europeia representa para o posicionamento do euro no SMFI. O trabalho parte de uma abordagem teórica da Economia Política Internacional, assumindo que existe uma hierarquização das moedas nacionais e privadas em âmbito internacional, além de uma dominância americana na forma do dólar. Argumenta-se que, em tese, o advento das *CBDCs* pode ser uma oportunidade para seus países emissores adentrarem espaços ainda não preenchidos pelo dólar e para uma descentralização e diminuição da dependência das instituições da qual os Estados Unidos possuem papel ativo. O euro digital, especificamente, atualmente está em seu período de investigação e ainda não foi implementado. A emissão de uma *CBDC* europeia poderia ter como motivação impactar a posição internacional do euro consolidando a posição do banco central europeu, em detrimento das moedas digitais privadas; ser um fundamento para se concretizar a autonomia estratégica que é objetivo da UE; e reforçar a posição da moeda no SMFI, garantindo que a maturidade de outras moedas digitais não ofusque a moeda europeia.

Palavras-chave: *Central bank digital currency*. Euro digital. Hierarquia monetária. Sistema monetário e financeiro internacional.

Classificação “Journal of Economic Literature” (JEL): E42

ABSTRACT

With the digitalization of the economy as a whole, the debate regarding the power that a currency allows its issuing State in the International Monetary and Financial System (IMFS) arises from different perspectives, including when talking about the digitalization of the digitalization of central banks and what they represent on the international scene. One of the projects to create a Central Bank Digital Currency (CBDC) takes place in the European Union, with the digital euro. Thus, the central objective of this work is to understand what the creation of the digital version of the European currency represents for the positioning of the euro in the IMFS. This paper is based on a theoretical approach of International Political Economy, that means assuming that there is a hierarchy of national and private currencies at the international level, in addition to American dominance in the form of the dollar. It is argued that, in theory, the advent of CBDCs could be an opportunity for their issuing countries to enter spaces not yet filled by the dollar and for decentralization and reduced dependence on institutions in which the United States plays an active role. The digital euro, specifically, is currently in its investigation period and has not yet been implemented. The issuance of a European CBDC could be motivated to impact the international position of the euro by consolidating the position of the European central bank, to the detriment of private digital currencies; be a foundation for achieving the strategic autonomy that is the EU's objective; and reinforce the currency's position in the SMFI, ensuring that the maturity of other digital currencies does not overshadow the European currency.

Keywords: Central bank digital currency. Digital euro. Monetary hierarchy. International Monetary and Financial System.

“Journal of Economic Literature” (JEL) Classification: E42

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AUE	Ato Único Europeu
BACEN	Banco Central do Brasil
BIS	<i>Bank of International Settlements</i>
CDBC	<i>Central Bank Digital Currencies</i>
CECA	Comunidade Europeia do Carvão e do Aço
CEE	Comunidade Económica Europeia
ECB	<i>European Central Bank</i>
EURATOM	Comunidade Europeia de Energia Atômica
FECOM	Fundo Europeu de Cooperação Monetária
FED	<i>Federal Reserve System</i>
FMI ou IMF	Fundo Monetário Internacional
IFS	<i>International Financial Statistics</i>
IMFS	<i>International Monetary and Financial System</i>
NBER	<i>National Bureau of Economic Research</i>
OECD	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PIB	Produto Interno Bruto
PIIGS	Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha
UE	União Europeia
SME	Sistema Monetário Europeu
SMFI	Sistema Monetário e Financeiro Internacional
SWIFT	<i>Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication</i>
WB	<i>World Bank</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
2 A EVOLUÇÃO DA MOEDA E DA HIERARQUIA MONETÁRIA.....	15
2.1 A MOEDA E SUAS FORMAS DE REPRESENTAÇÃO.....	15
2.2 INTERNACIONALIZAÇÃO DA MOEDA E HIERARQUIA MONETÁRIA.....	23
2.3 CONSIDERAÇÕES PARCIAIS.....	36
3 A ZONA DO EURO NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL..	38
3.1 A FORMAÇÃO E CONSTITUIÇÃO DO EURO.....	38
3.2 A “CRISE” E OS LIMITES DO EURO COMO MOEDA INTERNACIONAL.....	46
3.3 A REPRESENTATIVIDADE DO EURO NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	60
3.4. CONSIDERAÇÕES PARCIAIS.....	70
4 OS BANCOS CENTRAIS E AS MOEDAS DIGITAIS: O CASO DO EURO.....	72
4.1 CENTRAL BANK DIGITAL CURRENCIES (CBDCs).....	72
4.2 O EURO DIGITAL.....	79
4.3 CONSIDERAÇÕES PARCIAIS.....	86
5 CONCLUSÃO.....	88
REFERÊNCIAS.....	92
APÊNDICE A – COMUNICAÇÃO CIENTÍFICA.....	101

1 INTRODUÇÃO

O debate em relação à dinâmica de poder que as moedas permitem às nações no Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) já foi feito sob muitas óticas. Ele possui diversas facetas diferentes para a análise. Mais recentemente, com o surgimento das criptomoedas e a tendência geral de digitalização do sistema financeiro, surgem questionamentos, como no caso do trabalho de Peruffo, Cunha e Haines (2022) e Chey, Kim e Lee (2019), sobre o que estas moedas, assim como as versões digitais das moedas dos bancos centrais, as *CBDCs*, na sigla em inglês, representam e trazem de mudanças para o cenário internacional. Surgem questões sobre se elas chegam a desafiar a posição soberana do dólar, se elas são apenas uma versão digital das moedas dos bancos centrais, se elas apresentam mais benefícios do que malefícios, quais seriam as intenções estratégicas por trás deste investimento em mudanças de infraestrutura de pagamentos, e qual o impacto disso para instituições multilaterais de pagamentos interbancários, como o SWIFT.

Reconhecendo o papel representativo que a economia chinesa adquiriu nos últimos anos, a literatura acaba enfatizando a emissão do *renminbi* digital, apesar de outros bancos centrais também estarem em fase de desenvolvimento de suas próprias versões digitais da moeda, entre eles, o *European Central Bank* (ECB). É importante destacar que nesta dinâmica, as outras *CBDCs* não são apenas rivais, tentando tomar o “primeiro lugar” na pirâmide monetária, mas também acabam por ameaçar reduzir ainda mais a representatividade dos aspirantes a secundários. Notoriamente, o euro acaba sendo a segunda moeda mais utilizada para fins internacionais, surgindo a necessidade de se investigar seu caso específico (ECB, 2023, p. 4).

O euro, que surge a partir de um processo de integração regional de muito esforço e com uma longa trajetória, neste momento de concepção, tem uma expectativa e comparação a ser o “novo denário romano”, a nova moeda comum de um continente que já teve diversos impérios ao longo da história (Pilagallo, 2001). Apesar disso, a performance da moeda após o seu lançamento acaba implicando em uma perda de autonomia sobre decisões econômicas e monetárias dos países membros da Zona do Euro, transferindo esta autoridade de emissão ao *European Central Bank* (ECB). Dessa

forma, foram reveladas as diversas vulnerabilidades da união econômica e monetária, comumente atribuídas às assimetrias econômicas entre os países membros. Desafiados por eventos macroeconômicos definitivos, a crise do euro se intensifica, atingindo de forma diferenciada os países do bloco europeu (Stockhammer, 2014, p.4).

Assim, neste cenário de crise, tanto econômica quanto identitária, o projeto do euro digital inicia seu processo de investigação e análise de viabilidade pelo ECB, surgindo a necessidade de avaliação sobre o alinhamento da emissão desta *CBDC* com as necessidades dos países “periféricos” da UE e os desejos estratégicos do ECB. A partir disso, o objetivo deste trabalho é responder a seguinte pergunta: “o que a criação da versão digital da moeda europeia representa para o posicionamento do euro no SMFI?”. Isso será feito por meio de três principais desdobramentos: primeiramente será proposto um estudo sobre a estrutura de poder subjacente no SMFI e a competição entre moedas domésticas que caracteriza este sistema; em seguida, focado especificamente na problemática do trabalho, será realizada uma análise do processo de construção da moeda europeia, inclusive seus aspectos de internacionalização, com uma verificação da evolução da “posição” do euro no SMFI, por meio de uma análise de dados temporais tanto qualitativos quanto quantitativos; e assim, o último desdobramento do trabalho acaba sendo responsável por analisar o papel das *CBDCs* no SMFI a partir do projeto do euro digital.

Para o problema central do trabalho e seus objetivos serem coesos, o trabalho parte de algumas hipóteses. Uma delas é que o SMFI é estruturado de forma hierárquica, o que implica em diferentes graus de liberdade dos países sobre as decisões em torno de suas políticas macroeconômicas e de desenvolvimento, onde o “país emissor da moeda-chave desfruta dos menores constrangimentos externos e, como consequência, é aquele que possui o maior grau de autonomia” (Cohen, 2014). Adicionado a isso, é entendido que a moeda não é neutra, ou seja, atendendo à perspectiva keynesiana de que a moeda gera efeitos para o lado “real” da economia (Peruffo; Cunha; Haines, 2022, p. 7). Isso ocorre porque, se o dinheiro fosse definido como uma ferramenta neutra cujo único propósito seria facilitar transações, pode ser argumentado que não haveria razão para o dinheiro ser um monopólio do estado, trazendo uma incoerência entre os argumentos do trabalho. Além disso, se enxerga o

“privilégio exorbitante” do dólar americano, sendo este o hegemom que ocupa o primeiro lugar na pirâmide monetária.

Em termos metodológicos, revisão de literatura é uma parte essencial deste trabalho, mais especificamente a metassíntese, que conta com a análise, interpretação e integração de trabalhos advindos de diferentes autores (Matheys, 2009). A partir do estudo de trabalhos anteriores, esse tipo de abordagem permite o desenvolvimento de novas hipóteses, respostas sobre questões específicas e também permite que sejam apontadas lacunas nos argumentos dos diferentes autores (Okoli; Schabram, 2010). Esse formato é constituído pela integração interpretativa de dados qualitativos e proporciona uma compreensão mais ampla que agrega na visão das dimensões de poder (Okoli; Schabram, 2010).

É importante destacar a utilização do arcabouço teórico da Economia Política Internacional (EPI) como o enfoque analítico para o estudo das relações, estruturas e processos internacionais. A EPI avalia a dinâmica do sistema econômico internacional em suas distintas esferas: comercial, produtivo-real, tecnológica e monetário-financeira, última da qual é o foco do trabalho (Gonçalves, 2005). Este método de pesquisa permite a compreensão sistemática da interação de diferentes agentes atuantes no Sistema Internacional, assim como a análise dos problemas que transcendem as rivalidades entre Estados e que dialogam com as relações internacionais entre nações (Gonçalves, 2005).

A abordagem do trabalho será tanto qualitativa quanto quantitativa. Como aponta Goldenberg,

[...] a integração da pesquisa quantitativa e qualitativa permite que o pesquisador faça um cruzamento de suas conclusões de modo a ter maior confiança que seus dados não são produto de um procedimento específico ou de alguma situação particular. (Goldenberg, 2004, p. 62).

Nas seções conceituais, será utilizada uma abordagem mais qualitativa, que, “é útil para identificar conceitos e variáveis relevantes de situações que podem ser estudadas quantitativamente” (Goldenberg, 2004, p. 62). Os dados qualitativos foram obtidos por meio de pesquisas nos relatórios e informes de instituições como o FMI, BIS, SWIFT e Banco Mundial, além de bancos centrais, como o ECB. Para a análise da hierarquia

monetária e do conceito da moeda e do Estado soberano, será utilizada uma abordagem qualitativa, onde serão abordados diversos indicadores econômicos para apoiar os argumentos e as hipóteses do trabalho. Em paralelo, a coleta dos dados quantitativos também foi realizada por meio de relatórios e informes de organizações internacionais e instituições multilaterais, além da consulta às bases de dados disponibilizadas por estas instituições. Além disso, as variáveis de poder monetário e uso internacional da moeda serão obtidas na plataforma do Banco Mundial (WORLD BANK, 2023) e do FMI (IMF, 2023) e nos bancos centrais dos países da amostra, a fim de complementar as informações disponíveis de cada uma das diferentes instituições.

O trabalho é organizado em cinco partes principais: (i) esta introdução, que contextualiza os objetivos do trabalho e a sua organização; (ii) o primeiro capítulo, que irá definir alguns conceitos e temas essenciais para o trabalho em relação à moeda, ao papel do Estado e à hierarquia monetária, assim como a evolução do SMFI desde o surgimento do padrão ouro até o padrão atual do câmbio flexível; (iii) o segundo capítulo, que busca uma maior aproximação do objetivo do trabalho, relatando sobre o processo da formação e constituição da União Europeia e do euro, seguido de uma seção sobre o atual entendimento e as razões pela qual surgiu a “crise” do euro, e por fim uma seção que busca entender a representatividade do euro no SMFI, a partir da análise de alguns dados sobre o uso da moeda em âmbito externo; (iv) o terceiro capítulo, que, partindo dos elementos teóricos sobre a moeda e do caso específico do euro, busca entender o que representam as *CDBC*s no SMFI, incluindo suas limitações e benefícios, de maneira geral, e concretamente analisando o projeto do euro digital; (v) e por fim, a conclusão reflete sobre a resposta do problema central do trabalho, sobre o cumprimento dos objetivos da pesquisa, as limitações e novas questões que surgiram ao longo da pesquisa.

2 A EVOLUÇÃO DA MOEDA E DA HIERARQUIA MONETÁRIA

Para respondermos a pergunta central e cumprirmos o objetivo do trabalho, é necessário estabelecermos alguns conceitos e orientações teóricas que o trabalho irá seguir. Assim, para discutirmos o euro no SMFI e sua digitalização, é interessante revisitar que a moeda é uma convenção social, que passa por diversas transformações ao longo do tempo, assim como a sociedade que o criou. Além disso, para falarmos de hierarquia monetária, é necessário definir os fatores que levam uma moeda a se posicionar e se hierarquizar. Nesse caso, como fala Krugman,

[...] a atividade econômica internacional, assim como a atividade doméstica, requer o uso da moeda, e as mesmas forças que conduzem à convergência em uma única moeda doméstica conduzem o mundo a convergir em um número limitado de moedas internacionais. (Krugman, 1991, p. 165).

Em outras palavras, a tendência uso internacional das moedas nacionais, é superada por uma outra força maior, de ordem política e econômica, que determina que somente algumas moedas sejam usadas em âmbito internacional (Aglietta, 2013).

A partir disso, este capítulo busca discutir primeiramente sobre o conceito da moeda e dinheiro, assim como seus diferentes formatos ao longo dos anos, assim como a associação desta com o papel soberano do Estado que a emite, seguindo de uma revisão sobre o que leva uma moeda a se tornar internacional, e como se comportou a dinâmica de hierarquia monetária durante a evolução do SMFI.

2.1 A MOEDA E SUAS FORMAS DE REPRESENTAÇÃO

A enciclopédia Britannica define o dinheiro como:

[...] a commodity accepted by general consent as a medium of economic exchange. It is the medium in which prices and values are expressed; as currency, it circulates anonymously from person to person and country to country, thus facilitating trade, and it is the principal measure of wealth¹ (Friedman; Meltzer, 2023)

¹ Tradução própria: “uma commodity aceita por consenso geral como um meio de troca econômico. É o meio na qual os preços e valores são expressados; como moeda, circula anonimamente de pessoa para pessoa e país para país, assim facilitando a troca, e é a principal mensuração de riqueza”.

No estudo científico da economia, o conceito da moeda é complexo, um fenômeno difícil de se definir e da qual, em sua forma moderna, parece quase impossível de se explicar (Bell, 2001). Apesar disso, a definição convencional da moeda, como revisa Silva (1987), pode ser feita de maneira teleológica, ou seja, considerando as principais funções práticas que ela desempenha: unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. Keynes, representando uma das polaridades sobre o entendimento do conceito da moeda, esclarece no *Treatise on Money* (Keynes, 1930) que a moeda existe exatamente para garantir que os agentes econômicos consigam transferir bens, serviços e ativos nos marcos em que tais transações se consubstanciam em instrumentos legalmente estruturados. Dessa forma, o dinheiro em si é uma convenção social – uma das partes só irá aceitar o dinheiro como pagamento na expectativa de que outros também irão (Carstens, 2018). Como relembra Niall Ferguson (2008), “não é coincidência que a raiz da palavra “crédito” seja a palavra latina *credo*, ‘Eu acredito’.”

Muitas coisas já serviram como dinheiro: as moedas de ouro no Império Romano, cigarros em momentos de guerra, as moedas de pedra Rai, que podiam chegar a dimensões maiores que um automóvel, (Carstens, 2018) ou até as “fichas” de argila da Mesopotâmia que serviam para registrar transações de produtos agrícolas (Ferguson, 2008, p.30). O primeiro uso do papel moeda, ou de notas bancárias, foi feito na China no século VII, funcionando sem valor intrínseco, simplesmente como “promessas de pagamento”, da mesma forma que fichas de argila que surgiram há cerca de cinco mil anos (Ferguson, 2008, p.29). A partir da transição do século XVIII e XIX, o que Bruno Ratti (2013) chama de “moedas-papel” já havia se espalhado pelo mundo. O autor explicita que estas, diferentes do “papel-moeda”, eram as notas conversíveis em ouro, ou prata, dependendo do sistema, que existiam por uma questão de comodidade e eram emitidas por indivíduos ou empresas.

Apesar destes depósitos e notas bancárias terem começado como 100% conversíveis em ouro ou prata nas autoridades monetárias, eventualmente surge o sistema do papel-moeda, ou padrão-papel (Ratti, 2013, p. 27). Na medida em que nem todos os indivíduos irão debitar imediatamente e simultaneamente seus recursos metálicos, é oportuno às instituições monetárias emitir mais “depósitos” do que a

quantidade garantida em seus cofres (Friedman; Meltzer, 2023), assim, investindo a diferença ou emprestando a uma recompensa, os juros (Ratti, 2013, p.30).

Porém, com o fator do risco associado ao sistema, em momentos de perturbações, podemos ter mais portadores de notas desejando sua conversão em metal do que o estoque de metal disponível. Nesses casos, o governo pode intervir e suspender a conversão dessas notas, estabelecendo seu curso forçado, assim instituindo a moeda fiduciária. A moeda fiduciária, ou o *fiat paper money*, é o dinheiro, ou um título não-conversível, sem valor intrínseco, que é definido como tal por curso legal de um decreto governamental (Franco, 2017).

Dessa maneira, os governos assumem um papel essencial, definindo qual pagamento que se caracteriza legalmente como débito quando oferecido ao credor, qual poderia ser utilizado para se pagar impostos, controlando a emissão, o peso e composição metálica de moedas, entre outros (Friedman; Meltzer, 2023). Nas palavras de Keynes: "O Estado não apenas obriga o uso do dicionário mas também detém o direito de escrevê-lo" (Keynes, 1971, p. 4).

Esse papel que o governo assume é especialmente importante quando entendemos o dinheiro na perspectiva keynesiana, ou seja, como tendo efeitos para o "lado real" das economias (Peruffo; Cunha; Haines, 2022, p. 7). Dado que as pessoas tomam decisões em um ambiente coberto de incertezas, os indivíduos podem optar pelo entesouramento da moeda, algo que não é previsto pelos defensores da neutralidade da moeda, assim, causando um impacto nas escolhas do curto prazo, e por consequência, nas tendências do longo prazo (Harvey, 1991, p. 464-465). Como diz Fernando Ferrari Filho (1994, p. 10), em uma economia monetária, a moeda, tanto no curto prazo quanto no longo prazo, não será neutra no sistema econômico, dado que, diante de um processo de incerteza, ela irá se tornar "o elo de ligação entre o presente e o futuro, influenciando o ritmo de crescimento da atividade econômica, a ponto de afetar as decisões de produção e de consumo dos indivíduos".

Uma forma de ilustrar esse fenômeno, é no caso de ser tomada uma decisão de investimento da moeda. Esta escolha de curto prazo provocaria no período seguinte, *ceteris paribus*, um aumento da capacidade produtiva, do emprego, e da renda. Ela ainda pode ser refúgio para a riqueza, quando a economia entrar em um momento de

deflação, ou fonte para redistribuição entre os agentes econômicos, quando o valor dela em relação a outras formas de representação de riqueza se torna instável (Peruffo; Cunha; Haines, 2022). Dessa forma, a moeda terá um impacto permanente sobre a economia.

Se a moeda não tivesse esse impacto na economia, ou seja, se ela fosse neutra, não haveria razão para o dinheiro ser um monopólio do Estado; isso ocorre porque ela, como a conhecemos hoje e como definimos nesta seção, é uma convenção social legalmente estruturada pelo poder estatal (Peruffo; Cunha; Haines, 2022). Agustín Carstens (2018, p. 3), gerente geral do Bank of International Settlements, aponta: a própria história nos diz que: “[...] *money as a convention needs to have a basis of trust, supported by some form of institutional arrangement*”².

Curzio Giannini (2011) define três condições necessárias para se ter uma “economia monetária”: a primeira é que deve-se ter uma **unidade de conta comum** entre os bens da economia; a segunda é que devem-se ter **procedimentos de meios de pagamento além da troca de bens**, ou seja, documentos que certificam a troca da propriedade de uma certa quantia de dinheiro, ou ainda, um meio de pagamento socialmente reconhecido como tal; e por fim, o terceiro é que deve-se ter uma **relação estabelecida entre essa unidade de conta e o meio de pagamento**, uma convenção. Ele chama o conjunto de bens, procedimentos e convenções que atendem essas condições como a “tecnologia de pagamento”. A evolução deste, como próprio Giannini descreve:

[...] appears to be above all the fruit of a continuous dialogue between economic and political spheres, with each taking turns to create monetary innovation, to menace the stable value of money, and to safeguard the common interest against abuse stemming from partisan interests (Giannini, 2011, p. 7)³.

Atualmente, a convenção do sistema de pagamentos funciona por uma parceria público-privada. No balancete do Banco Central, temos dinheiro, em forma de moedas

² Tradução própria: “[...] dinheiro como uma convenção precisa ter uma base de confiança, apoiada por uma forma de arranjo institucional”.

³ Tradução própria: “aparenta ser acima de tudo, fruto de um diálogo contínuo entre as esferas econômicas e políticas, com cada uma tendo sua vez para se criar inovações monetárias, para ameaçar o valor estável do dinheiro, e para garantir o interesse comum contra abuso decorrente de interesses partidários”.

ou notas, e que é emitido pelo Banco Central, e depósitos dos bancos comerciais, chamados de reservas. Assim, o setor privado fornece a “moeda bancária” (Silva, 1987) por meio dos bancos comerciais, da qual os usuários podem acessar por meio de transferências, cheques, cartões de crédito e débito e caixas eletrônicos (Carstens, 2021).

De outra forma, podemos entender dois tipos de dinheiro na atual convenção do sistema de pagamentos: a moeda *token* (“*token-based money*”) e a moeda registrada em uma instituição financeira (“*account-based money*”) (Boar; Holden; Wadsworth, 2020; Boar; Wehrli, 2021; Carstens, 2019). Enquanto a moeda *token* seriam as notas e as moedas emitidas pelos bancos centrais, a moeda registrada em uma instituição financeira, seria como a “moeda bancária”, no exemplo anterior.

Concomitantemente ao processo descrito, o dinheiro em sua forma digital segue progressivamente dominando o sistema de pagamentos atual, dado seu menor custo, maior conveniência de pagamento, e a tendência de digitalização da economia como um todo (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2022, p. 3). De certa maneira, quem possui dinheiro em uma conta bancária atualmente, já possui dinheiro em formato digital, com a mesma arquitetura que existe há centenas de anos. A inovação que surge com as criptomoedas, é que estas se tornam “*token-based money*” digitais, ao não precisar depender de intermediários como bancos (Carstens, 2019, p.3). Como salienta Peruffo et al (2022), o fluxo de pagamento e de registro de transação que normalmente seria feito por um banco, é feito a partir deste momento, por um sistema descentralizado, permitido pela tecnologia de *blockchain*.

Enquanto no modelo tradicional, cada transação irá gerar dados processados e armazenados de uma forma centralizada, o modelo de blockchain utiliza uma estrutura de dados descentralizada, baseada em um mecanismo de formação de consenso, garantindo autenticidade e integridade das operações (Correia, 2023). Esse mecanismo, como descreve Nakamoto (2023), suposto criador do Bitcoin, depende da “exposição” das transações, de forma que, para que o recebedor de uma moeda tenha garantias de que a moeda que recebeu foi devidamente transacionada, existe um histórico único de transações conhecido a todos os computadores que fazem parte da rede (Correia, 2023).

Esta descentralização revela outra faceta das criptomoedas privadas, a de “provocação” ao papel e poder do Estado enquanto emissor da moeda. Se tornando “desnecessário” o papel do Estado e de intermediários financeiros, isso se torna uma vantagem aos defensores de tal meio de pagamento (Peruffo; Cunha; Haines, 2022). Percebendo a nova tecnologia apresentada e o caráter especulativo destes instrumentos, o próprio Estado cria seus próprios tokens digitais, que são as “*Central Bank Digital Currencies*” (CBDCs).

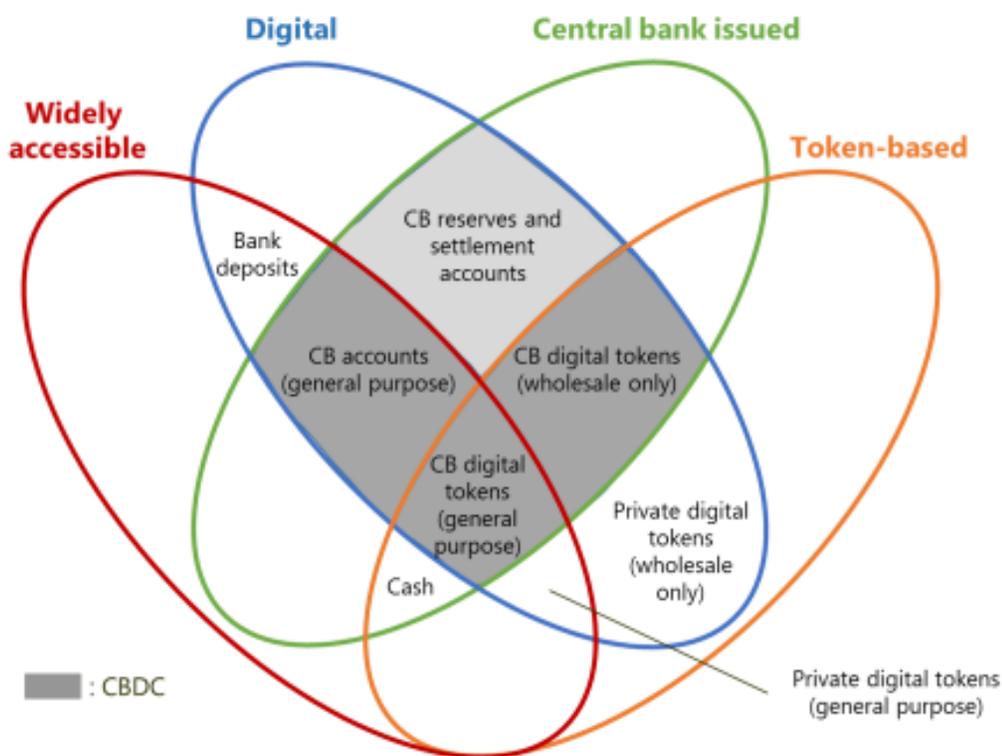
A principal diferença entre uma CBDC e um *token-based money* digital privado, é que apenas as CBDCs são conversíveis em dinheiro do Banco Central e são sustentadas pelo que Agustín Carstens (2019) chama de “*central bank public goods*”, que envolve a confiança do público ao dinheiro, garantido pela infraestrutura do sistema monetário, que deve ser movida pelo interesse do povo, ou em outras palavras, sem intenções lucrativas. São estes aspectos que garantem que o valor de uma CBDC permaneça estável.

Além disso, existem dois tipos de CBDCs: a “*retail CBDC*” e a “*wholesale CBDC*”. Enquanto as *wholesale CBDCs* funcionam como o dinheiro das reservas do Banco Central, de forma que é emitida pelo mesmo em sua forma digital, com uso exclusivo por bancos centrais, comerciais e outras instituições financeiras, as *retail CBDCs* também são disponibilizadas para o público geral, como empresas ou consumidores (Carstens, 2019).

Como destacado na Figura 1, esta adaptação de um diagrama de Venn destaca as principais características do dinheiro: seu emissor (banco central ou não), formato (digital ou físico), acessibilidade (total ou restrita) e tecnologia (*account-based* ou *token-based*). Retomando, enquanto o dinheiro e algumas moedas digitais são *token-based*, os depósitos de bancos comerciais, ou as reservas, assim como a maior parte do “dinheiro bancário” são *account-based*, sendo assim a principal diferença entre eles a forma de verificação necessária para utilização (BIS, 2018, p. 10). Os tipos de moeda digital do banco central se concentram no centro da *money flower*, identificada pelo cinza escuro na Figura 1, sendo a diferença entre estas a sua infraestrutura. As versões *token-based* de uma CBDC são diferenciadas principalmente pelo acesso à moeda, no caso de uma ser acessível apenas na forma *wholesale*, ela possui acesso

restringido, no caso de *retail*, ela é generalizadamente acessível. A versão *account-based*, prevê que o banco central forneça contas de uso geral a todos agentes na jurisdição (BIS, 2018, p. 10).

Figura 1 - *Money flower*



Fonte: BIS, 2018, p. 11.

De acordo com uma pesquisa feita pelo BIS em 2021 (Boar; Wehri, 2021), percebemos que 86% dos 65 Bancos Centrais entrevistados pela instituição estão pesquisando e experimentando trabalhar tanto com *wholesale* quanto *retail* CBDCs. O objetivo geral deste trabalho de modernização dos Bancos, seria garantir o acesso do público a um meio de pagamento seguro, emitido pelo Estado, para complementar o dinheiro em sua forma física e promover inclusão financeira, por meio desta oportunidade que a tecnologia proporciona.

Podemos entender que tanto a forma de dinheiro digital privada, quanto a emitida pelo Estado, possuem capacidades para servir como meio alternativo de pagamento. Tanto governos, quanto bancos e empresas podem criar dinheiro. A principal diferença

entre eles está no fato que nem todos serão aceitos de forma igual (Hicks, 1989). É apenas o Estado, pelo seu poder de criar e impor leis fiscais, que pode exigir o uso de sua moeda dentro de um país, isto é, dentro de suas fronteiras, onde o Estado é soberano. Não possuindo uma base territorial, força militar, ou capacidade para exigir pagamento em tributos de sua moeda (Peruffo; Cunha; Haines, 2022), as empresas se encontram em uma posição desfavorecida na “hierarquia monetária”. Como melhor descreve Prates (2020, p. 2), “*state and sovereign are synonymous and sovereignty could be defined as the full right and power of the state to govern its territory without any interference from outside*”⁴. Ou ainda, em outras palavras, onde as “*liabilities*” emitidas pelos ocupantes da posição mais alta da hierarquia são mais aceitáveis e possuem uma maior confiança, no caso da moeda emitida pelo Estado soberano, esta ocupa o primeiro lugar da hierarquia exatamente porque é aceita como pagamento de impostos (Bell, 2001, p. 160).

Além disso, outro ponto importante, quando comparamos o dinheiro privado com o dinheiro público, é a assimetria em relação à sua solvência. O estado soberano não pode se tornar insolvente em sua própria moeda, já que este domina o monopólio de emissão da moeda. Assim, estes governos “[...] *can afford anything they can purchase in their own currency and make any payments that come due, including interest payments on their debt and payments of principal crediting bank accounts*” (Bell, 2001, p. 151)⁵. No ponto da conversibilidade, também é relevante apontar que a moeda do estado soberano, não tendo a necessidade de ser conversível a moedas estrangeiras ou a um metal precioso, se posiciona, novamente, ao topo da “pirâmide de pagamentos”, como nomeia Prates (2020, p. 4).

O caráter especulativo destas moedas, ainda em conjunto com os outros fatores de poder, decisivos para uma posição nessa hierarquia, são melhores explicados por Peruffo *et al* (2022), falando sobre a tendência de surgimento das moedas digitais privadas:

⁴ Tradução própria: “Estado e soberania são sinônimos e soberania pode ser definida como o direito e poder total do Estado de governar seu território sem interferência exterior”.

⁵ Tradução própria: “pode pagar qualquer coisa que possa comprar em sua própria moeda e fazer pagamentos que virão, incluindo o pagamento de juros em sua dívida e pagamentos das principais contas bancárias credoras”.

Mesmo que isso possa se expandir no futuro, parece prematuro imaginar o funcionamento de economias capitalistas complexas e sofisticadas sem parâmetros estáveis de precificação e denominação de contratos, uma vez que a existência de âncoras estáveis é essencial para garantir alguma ordem cotidiana nos processos decisórios de acumulação da riqueza privada. (Peruffo; Cunha; Haines, 2022, p. 10)

Considerando a digitalização não só da economia, mas da sociedade como um todo, podemos apontar que as mudanças no sistema de pagamentos acompanham a sofisticação dos processos que acontecem nos últimos tempos. O verdadeiro debate entre as moedas digitais, sejam privadas ou estatais, que se busca trazer neste trabalho, é em relação às dinâmicas de poder entre as instituições e o que elas representam no SMFI. Entendendo o lastro das moedas, ou seja, suas garantias, como o poder material e imaterial dos seus emissores, (Peruffo; Cunha; Haines, 2022, p. 10) podemos entender por meio da próxima seção, a evolução da dinâmica da hierarquia monetária, como que uma moeda ultrapassa as fronteiras de seu Estado soberano, se tornando uma moeda internacional, e os diferentes padrões monetários fiduciários.

2.2 INTERNACIONALIZAÇÃO DA MOEDA E HIERARQUIA MONETÁRIA

Como definido na seção anterior, as assimetrias de poder do Estado soberano em relação às moedas privadas permitem que se instaure uma “hierarquia das moedas”, já que as instituições privadas não possuem o poder para impor o uso de sua moeda para pagar tributos, por exemplo. Dessa forma, quando olhamos para o SMFI em sua totalidade, considerando que, dentro de suas fronteiras, cada Estado é soberano, “o que acontece quando olhamos para a hierarquização das moedas com diversos Estados soberanos?”. Assim como temos a “vantagem” do Estado em relação às instituições privadas de possuir uma base territorial e força militar, estes fatores de poder existem em dimensões diferentes entre os Estados, se tornando intrínseca uma hierarquização também entre as nações emissoras de moeda.

Na teoria, teríamos muitas moedas nacionais que seriam passíveis de utilização num nível internacional, considerando apenas o aspecto funcional da moeda. Apesar disso, conforme mencionado e explorado ao longo dessa seção, o SMFI é nitidamente hierarquizado. Nítido no sentido de quem está no topo, porém não tão nítido quando

investigados os motivos para esta “escolha”, sendo necessário investigar as razões que tornam certas moedas capazes do “exercício internacional de suas funções” (Conti; Prates; Plihon, 2013, p. 56).

Cohen (2011, p. 4) conta que, desde os tempos das primeiras moedas criadas na China, a competição entre as moedas “determinava” uma ou outra como a preferida do mercado, que no curto ou longo prazo, predominava no uso entre fronteiras e que definia um padrão para as outras moedas. Dessa forma, é interessante entender que, na maior parte dos casos, o emissor da moeda dominante também representava um grande poder político e econômico. É incerta, de certa maneira, como releva Cohen, se uma moeda internacional possui mais benefícios do que custos ao seu emissor, falando de vantagens e desvantagens (Cohen, 2011, p. 14).

Enquanto as moedas tinham paridade fixa no ouro, e os mercados financeiros eram muito menos integrados do que nos dias atuais, a maior vantagem de se ter uma moeda internacional estava na senhoriagem, e na possibilidade de se utilizar a própria moeda para financiar déficits externos (Micossi, 2020, p. 1). No mundo atual de câmbio flutuante, e com o crescimento significativo dos mercados financeiros após 1970, a principal vantagem de se ter uma moeda internacional se torna a moderação das oscilações da taxa de câmbio e um certo “amortecimento dos fluxos de capitais especulativos” (Micossi, 2020, p. 1).

Existem duas ênfases principais sobre o que torna uma moeda internacional, se é pela oferta, ou se é pela demanda. Do lado da demanda, Benjamin Cohen (1998) sugere que a soberania do Estado na emissão e controle da moeda é dividida com o mercado, já que ele define as características da demanda pela moeda, sendo a internacionalização um “fruto de uma competição de mercado que se configura como um processo seletivo darwiniano guiado pelo lado da demanda” (Conti; Prates; Plihon, 2013, p. 57). Na mesma perspectiva, Krugman (1991) argumenta que, como o *status* de uso internacional das moedas não acontece por imposição, ele é resultado de processos coordenados pela “mão invisível” do mercado, apesar de que, são mais do que guiados pelos acordos internacionais. Por fim, Eichengreen (2000) também apontam sobre a determinação das moedas de denominação dos ativos ser resultado da escolha dos investidores internacionais, dadas suas análises de custo-benefício para

diversificação dos portfólios. O outro lado, que defende a ênfase da oferta da moeda, com autores como Aglietta e Deusy-Fournier (1994), indicam que a própria estrutura em forma de hierarquia do SMFI tem como determinante a relação de forças entre os Estados Nacionais, não sendo meramente a livre escolha de mercado por parte dos agentes internacionais. Outros autores vão mais adiante afirmando que a hegemonia imposta pelos Estados Unidos é atribuída também pelo poder dos bancos da economia dominante de realizar o financiamento de atividades no exterior (Conti; Prates; Plihon, 2013, p. 57). Não se deixa de reconhecer a escolha dos agentes internacionais ou a dinâmica de mercado, mas como Aglietta (2018) especifica:

Os agentes têm liberdade na escolha entre as diversas moedas enquanto *ativos internacionais*, mas não das moedas enquanto *moedas internacionais* (Conti; Prates; Plihon, 2013, p. 58).

Em outras palavras, não seriam as escolhas ou as análises dos investidores que definiria a moeda com uso internacional, definindo a hierarquia monetária, e sim, uma hierarquia monetária cujos determinantes seriam os fatores de poder dos Estados, como trazido no início desta seção, que definiria quais moedas seriam demandadas pelos agentes para serem usadas internacionalmente.

É importante lembrar o trabalho de Susan Strange (1971), onde ela discorre sobre a trajetória das moedas e as suas respectivas classificações, que ela entende como sendo *top*, *master*, neutras ou passivas, e políticas ou negociáveis. A moeda *top*, é entendida como aquela emitida pela maior economia mundial, “[...] *primarily in the accumulation of capital, but also in new products and in international trade*” (Strange, 1971, p. 306)⁶. As moedas *master* têm como principal fator atribuído à elas, “*the political domination of the state issuing the currency over other areas*” (Strange, 1971b, p. 4)⁷, ou seja, a moeda em si, não carrega um valor que seja suficiente para ter seu uso ampliado e difundido, mas depende da ação do Estado emissor para que seja movimentada. As moedas neutras ou passivas, em contraposto, têm a sua adoção atrelada majoritariamente ao seu valor, cujo uso ocorre “[...] *regardless of the political*

⁶ Tradução própria: “principalmente na acumulação de capital, mas também em novos produtos e comércio internacional”.

⁷ Tradução própria: “a dominação política do Estado emissor da moeda sob outras áreas”.

and economic importance or unimportance of the issuing state” (Strange, 1971, p. 306)⁸. Por fim, as moedas políticas ou negociáveis são aquelas em que não se identificam as características anteriores, sendo necessário oferecer vantagens aos agentes para que utilizem a moeda (Strange, 1971, p. 306). John Hicks também possui uma classificação das moedas, em relação a sua amplitude. De acordo com ele, existem as “moedas completamente desenvolvidas, que desempenham todas as três funções clássicas” (unidade de conta, meio de troca e reserva de valor) e as parciais, “que cobrem uma ou duas dessas funções, mas não todas” (Hicks, 1967, p. 2).

Estabelecidos estes critérios de classificação, identificamos dois tipos de poder monetário formalizados por Strange na obra *States and Markets*, de 1988: o relacional e o estrutural. Enquanto o poder relacional é definido como a capacidade de um país em persuadir outro país a executar algo contra seus interesses, o poder estrutural é atribuído aos Estados que conseguem “moldar e determinar a estrutura da economia política global”, dividida em quatro âmbitos fundamentais: segurança, crédito, produção e conhecimento (Strange, 1971, p. 307). Ainda de acordo com a autora, como ela esclarece, “*structural power decides outcomes (both positive and negative) much more than relational power does*” (Strange, 1971, p. 307)⁹.

Ainda em relação à internacionalização da moeda, nessa perspectiva, Cohen (2022, p. 4) elabora um quadro exemplificando que, embora nem todas as moedas executem plenamente suas funções básicas – reserva de valor, unidade de conta e meio de troca – nos âmbitos privados e públicos, existem funções que conferem ao Estado emissor desta moeda um maior poder político relativamente às demais, conforme indicado no Quadro 1. De acordo com ele, no âmbito privado, as transações cambiais representam a função de meio de troca, enquanto as transações comerciais representam a função unidade de conta e as transações de ativos financeiros representam a função de reserva de valor. Ainda que a combinação destas transações gere um ganho econômico ao país emissor, Cohen entende que é apenas o papel nos

⁸ Tradução própria: “[...] independentemente da importância ou “não importância” política ou econômica do Estado emissor”.

⁹ Tradução própria: “poder estrutural que define as consequências, positivas ou negativas, muito mais do que o poder relacional define”.

mercados financeiros, onde as moedas servem como meio de investimento, que geraria um ganho de capital político ao Estado que a emite (Cohen, 2022, p. 4).

No âmbito estatal, é a ancoragem cambial que é associada à função de unidade de conta, enquanto a intervenção cambial seria meio de troca e a constituição de reservas que representaria a função de reserva de valor. Isso, com a mesma perspectiva do âmbito privado onde, apesar da atividade de meio de troca e unidade de conta gerar alguns benefícios econômicos, é a constituição de reservas o fator-chave para constituição de poder, sendo fonte de estabilidade cambial e de preços para o país emissor (Cohen, 2022, p. 4). É a interconexão entre as funções mencionadas, que se cria o ambiente de confiança e de centralização da moeda, “constituindo o ‘privilégio exorbitante’ de uma verdadeira moeda *top*” (Cohen, 2010, p. 27).

Quadro 1 - Os papéis da moeda internacional

Funções do dinheiro			
	Meio de Troca	Unidade de Conta	Reserva de Valor
Privada	Comércio de divisas	Denominação de contratos	Transações de ativos financeiros
Estatal	Intervenção cambial	Ancoragem cambial	Constituição de reservas

Fonte: Cohen, 2022, p. 4, tradução própria.

Associado a este quadro, Cohen introduz um conceito para exemplificar as moedas “irmãs” à moeda *top*, que seriam as *Patrician Currencies* (Cohen, 2011, p. 12). Estas seriam as moedas cuja utilização para vários fins transfronteiriços, embora substancial, é algo menos que dominante e cuja popularidade, embora generalizada, é algo menos que global. A moeda mais proeminente deste tipo, de acordo com o autor, é o caso de estudo deste trabalho, o Euro, identificado como segundo ao dólar em diversas categorias de uso. Enquanto o euro estava no seu período de lançamento, existiam perspectivas sobre uma possível paridade do euro ao dólar como moeda internacional (Chinn; Frankel, 2008). A percepção sobre a moeda nos últimos anos mudou drasticamente (Stiglitz, 2016), e mesmo no início da crise de dívidas europeias, quando Cohen expôs sua análise, já era sugerido que seu uso estava estabilizado

(Cohen, 2011, p. 12). Inclusive, seu uso em 2011, já era confinado dentro do continente europeu e do litoral mediterrâneo e africano. A única outra moeda *Patrician* que o autor identifica, apesar de ter perdido sua popularidade prévia, é o *yen* japonês.

O outro tipo de moeda abaixo das moedas “patricias” na pirâmide monetária, são as moedas “Elite”, “dinheiros de atratividade suficiente para se qualificarem para algum grau de uso transfronteiriço, mas com escopo ou domínio limitado” (Cohen, 2011, p. 12, tradução própria)¹⁰. Estas seriam as “menores” moedas internacionais, como o franco suíço, os dólares australianos e canadenses, e a antiga *Top currency*, que será elucidada em seguida, a libra inglesa (Cohen, 2011, p. 12).

Antes do Acordo de Bretton Woods em 1944, que será melhor elucidado ao longo dessa seção, que definiu o padrão dólar-ouro, garantindo a “supremacia inquestionável do mundo capitalista”, a moeda “dominante” no sistema, era a vinculada pela economia dominante internacionalmente, que durante muitos anos, foi a libra inglesa (*master currency*) (Serrano, 2002). Apesar da posição de moeda dominante da libra inglesa, dada a centralidade da Revolução Financeira e Industrial ter ocorrido em território inglês, permitindo um acúmulo de recursos, os colocando inclusive em vantagem em conflitos militares, Torres Filho (2019, p. 2) argumenta que a Inglaterra “não chegou a deter um poder monetário estrutural frente a seus rivais”. Como o mesmo aponta, isso se comprova pelo fato que a montagem do sistema monetário e financeiro global do século XIX não foi um resultado de regras e normas que foram impostas pelos ingleses, de forma que, a adesão de cada uma das grandes potências ocorre pelas vantagens que cada país obtinha ao participar do sistema monetário de monometalismo britânico (Torres Filho, 2019, p. 2). Inclusive, é entendido que esta adoção ao padrão ouro decorreu da “contínua perda de valor da prata frente ao ouro nos anos anteriores a 1870”, sendo, de certo modo, “um selo de qualidade de risco de crédito para os Estados, empresas e bancos participantes do sistema”, dado que o padrão-ouro poderia reduzir os custos dos financiamentos internos e externos e permitia o “aumento dos prazos das operações financeiras” (Torres Filho, 2019, p. 7).

Posteriormente, quando o sistema monometalista britânico se tornou insustentável pelos ingleses, dados os déficits externos acumulados no período de guerra, os

¹⁰ no original: “*moneys of sufficient attractiveness to qualify for some degree of cross-border use but with only limited scope or domain*”.

mesmos não tiveram a capacidade de impor um novo sistema que lhe fosse vantajoso, sendo possível apenas submeter os países sob domínio político direto do Império (Serrano, 2002, p. 6). Realizando então a conexão com os conceitos apresentados de Susan Strange (1971), se torna claro que a libra esterlina, neste caso, era uma moeda *master*, com poder relacional, dado que, apesar de ser a “moeda dominante” na hierarquia, não teve o poder de moldar o sistema monetário para além das fronteiras de seu Império.

O assentamento do dólar no topo da hierarquia monetária é definido por momentos consecutivos e marcantes da história recente. Neste trabalho identificamos como sendo: a posição de credor dos Estados Unidos no período pós-guerra, o Acordo de Bretton Woods de 1944, o estabelecimento do padrão dólar flexível em 1971 e por fim, a crise de 2008. Assim, para iniciar esta sequência de eventos, temos o momento que permitiu o início do domínio, ou influência americana.

Em contraste com a situação europeia de déficits externos na balança de pagamentos, acumulados no período de guerra, como mencionado, ao final da Segunda Guerra Mundial, os Estados Unidos “obtem saldos positivos tanto na conta corrente (na balança comercial) quanto na conta de capitais, atraindo todo o ouro do mundo” (Serrano, 2002, p. 6). Uma evidência sobre o crescente domínio norte-americano é o fato que, ao final da Primeira Guerra Mundial, “os créditos acumulados pelos EUA contra os Aliados atingiram US\$12 bilhões, sendo US\$5 bilhões devidos pelos ingleses”. Outro dado interessante, é que em 1923, os Estados Unidos detinham dois terços de todas as reservas em ouro dos bancos centrais (Ahamed, 2009).

Além disso, nos anos 1930, os Estados Unidos, como fala Serrano (2002), “aumentam suas tarifas, sobem a taxa de juros e depois ainda desvalorizam o câmbio, lançando o mundo na grande depressão”. A partir disso, estas “vantagens no jogo” viabilizam o estabelecimento do início do poder estrutural norte-americano.

Dessa forma, após a Segunda Guerra Mundial, este poder estrutural é formalizado por meio do Acordo de Bretton Woods, que garante a “centralidade no estabelecimento e no gerenciamento da ordem monetário-financeira internacional” dos Estados Unidos por meio do padrão dólar-ouro (Moffit, 1984; Eichengreen, 2000). O Acordo de Bretton

Woods, firmado em 1944, define os Estados Unidos como emissores da moeda internacional, a “moeda-chave” do sistema, com o papel de garantir a conversibilidade do dólar em ouro a uma taxa fixa, de US\$35 por onça. Dessa forma, os demais países signatários do Acordo tinham taxas de câmbio fixas em relação ao dólar, variando entre pequenas margens de flutuação ou com autorização do Fundo Monetário Internacional, instituição também criada no Acordo (Conti; Prates; Plihon, 2013). O Sistema de Bretton Woods cria uma situação onde os subseqüentes ajustes do balanço de pagamentos das nações, que viessem a necessitar assistência americana, seriam ou operados bilateralmente pelos EUA ou por meio de instituições multilaterais, que também eram controladas pelos Estados Unidos.

Podemos entender esta materialização da importância do dólar como decorrente do próprio protagonismo dos Estados Unidos no cenário internacional, com a “subordinação da libra ao poder monetário americano”, como definido por Torres Filho (2019). O autor ainda escreve que o sistema de Bretton Woods não foi apenas uma “atualização” dos mecanismos do padrão ouro, mas na verdade a criação de um “status único garantido por legislação internacional” para a moeda americana (Torres Filho, 2019, p. 12). Como aponta Cohen (2015), este momento histórico ilustra a relação retroativa entre o poder monetário em si e seu Estado emissor, onde um reforçaria o poder do outro.

Apesar das regras do jogo terem mudado em vantagem aos norte-americanos, ao longo dos anos 1960, a situação americana mudou de forma significativa. Como o dólar era a moeda corrente do mundo, os Estados Unidos tinham uma capacidade única de arcar com déficits no balanço de pagamentos, de forma que, para financiá-lo, eles poderiam emitir dólares (uma dívida do Tesouro), sem precisarem se preocupar em manter “uma administração monetária responsável”, como defende Moffitt (1984, p. 31).

Com a acirrada concorrência das economias destruídas no pós-guerra, principalmente na Europa e no Japão, e ao financiar conflitos na Ásia como a Guerra do Vietnã, e tendo motivadores de gastos como a Guerra Fria, foi acumulada uma ampliação do déficit do balanço de pagamentos americano (Conti; Prates; Plihon, 2013, p. 223). Não sendo uma decisão do governo norte-americano eliminar estes déficits, isso acaba acarretando uma inflação nos Estados Unidos, que por conseguinte provoca

uma redução do poder aquisitivo do dólar, e assim, das reservas internacionais, constituídas majoritariamente da própria moeda.

Assim, como Conti *et al* (2013) sintetizam, é o predomínio crescente da função do dólar de meio de financiamento e de pagamento à custa de sua função reserva de valor universal, que pode ser atribuída como uma das razões para o que muitos autores chamam de “crise” de Bretton Woods. A “crise” existe dada a seguinte decisão dos Estados Unidos de “unilateralmente suspender a conversão de sua moeda em ouro a uma paridade fixa” (Torres Filho, 2019, p. 13). Os Estados Unidos se encontravam em algo que Serrano (2002, p. 13) chama de “o dilema de Nixon”, onde o governo queria, “ao mesmo tempo, desvalorizar o dólar e não comprometer o papel do dólar como moeda internacional”.

Isto posto, em 1971 ocorre esta decisão unilateral, no mandato de Richard Nixon, de interromper o lastro do dólar em ouro, e em 1973, ocorre a definição e introdução do novo regime de taxas de câmbio flutuante. A decisão alternativa, de seguir políticas macroeconômicas contracionistas, como a desvalorização do dólar, o aumento das taxas de juros nos EUA e a realização de intervenções no mercado de ouro, como entende Serrano (2002, p. 15), “nunca foi sequer considerada seriamente pelo governo americano”, dado que seria um conflito de interesse entre as prioridades da política interna e externa, e seria uma restrição ao crescimento e às políticas econômicas num geral. Não se identificava um “esgotamento” das opções de Washington para lidar com o problema, sendo assim, uma demonstração do verdadeiro poder estrutural norte-americano, utilizando os conceitos apresentados de Susan Strange, onde uma decisão unilateral acaba gerando um impacto a todos os signatários do Acordo. Uma frase frequentemente lembrada para ilustrar o sentimento por parte do governo americano é a de John Connally, Secretário do Tesouro dos Estados Unidos: “*The dollar is our currency, but it’s your problem*” (Eichengreen, 2011)¹¹.

Nos anos que se seguem à crise de Bretton Woods, com a acentuada desvalorização do dólar em relação às moedas europeias, como o marco alemão, o franco francês, e até a libra, surgem propostas de se reorganizar o SMFI, ou até da criação de uma moeda internacional, como o “*bancor*”, de John Maynard Keynes

¹¹ Tradução própria: “o dólar é a nossa moeda, mas é o seu problema”.

(Combat, 2019, p. 12). Curiosamente, neste contexto pode ser entendido também como uma das concretizações da possibilidade de criação da moeda única europeia, que vem a se realizar em 1999, com o Euro. Houve tentativas de criação de instituições para se integrar o continente europeu, definições unilaterais de algumas economias da cotação entre a sua moeda e as demais, ao sistema de flutuação cambial que era mais conveniente a cada país, e até a criação do que pode ser chamado de “zona do marco”, quando a Bélgica, Holanda e Luxemburgo realinham as suas moedas em relação ao marco alemão em 1976 (Combat, 2019, p. 12).

Dentre as tensões que surgem nos anos seguintes ao dólar flexível, é próprio mencionar que, apesar de todos os problemas e crises que surgem, o dólar manteve sua supremacia e foram reforçadas as tendências de uma globalização financeira (Conti; Prates; Plihon, 2013, p. 224). Isto não ocorre devido a um alinhamento entre as economias, mas sim devido a um esforço e uma intensificação por parte dos norte-americanos para sustentar sua supremacia na pirâmide monetária e de “subordinar os outros países às suas necessidades econômicas” (Combat, 2019, p. 14). O dólar se fortaleceu com o papel de moeda de crédito global, como “demandante e devedor de última instância”, evidenciando cada vez mais o que o ministro de finanças da França já chamou em 1960 de “privilégio exorbitante” (Eichengreen, 2011, p. 4).

Como último momento que confirma a posição “inabalável” do dólar, temos a eclosão e as consequências da crise de 2008. O cenário antes de 2008, como comentado, era de instabilidade. O surgimento do Euro em 1999, que será explorado no capítulo seguinte deste trabalho, marca o que Combat (2019) chama uma “nova fase de desafios para o dólar”. Nos anos 1990, houve uma aceleração do crescimento econômico norte-americano, em contraste com a desaceleração econômica dos países europeus. Além disso, temos neste período a expansão da China e de outros países emergentes, como o próprio Brasil, a Rússia, Índia e África do Sul, que juntos formaram o grupo BRICS em 2009, com a introdução do último em 2010 (Cintra; Martins, 2013, p. 21). Estas são algumas das evidências da tendência cada vez mais multipolar da economia.

A crise financeira de 2008 é culminada, de forma simplificada, a partir da:

deflação do mercado imobiliário estadunidense – altamente financeirizado –, forçando os detentores de ativos deste mercado a venderem seus papéis buscando recobrar alguma liquidez na iminência do estouro da bolha criada (Krugman; Obstfeld; Mielitz, 2015).

A crise nos traz alguns aspectos interessantes para a discussão que se busca fazer neste trabalho. O primeiro deles é em relação à própria tendência de liberalização econômica, que era um dos objetivos com o fim do Acordo de Bretton Woods. Pode ser entendido por Helleiner (2010), que estas políticas, voltadas justamente para a abertura comercial e para um regime de flutuação cambial, em conjunto do modelo neoliberal, de baixa regulação e crescente internacionalização dos mercados financeiros, que nos traz essa crise, não só financeira, mas também de “credibilidade do modelo em si e nos seus países de liderança” Helleiner (2010). Outro aspecto relevante é sobre como a crise, apesar de revelar a face da instabilidade do SMFI, e de questionar a própria credibilidade e capacidade dos Estados Unidos de “fornecerem ativos financeiros de alta qualidade” (Conti; Prates; Plihon, 2013, p. 21), revelou também a genuína força da moeda estadunidense nas transações mundiais, reforçando as assimetrias no sistema e os desequilíbrios do mesmo. Susan Strange, em 1987, já havia indicado que as ameaças externas ao dólar não pareciam ser relevantes, sendo a principal fonte de instabilidade, no interior do próprio país (Strange, 1987, p. 571-572).

No caso específico da Zona do Euro, esta sofre uma crise atribuída majoritariamente às consequências macroeconômicas da própria crise de 2008, em particular na sua situação de déficit fiscal e dívida pública. Esta crise interna no continente europeu se desenvolve inclusive para crises identitárias e grandes represálias dentro da UE, apesar de ainda serem, conforme afirma Chey (2012, p. 65), mais sólidas que as dos Estados Unidos, com um plano de contingência para suas dívidas.

Em uma perspectiva mais recente, com ênfase nas próprias consequências da crise e nas economias emergentes, Peruffo (2020) aponta:

Even though the United States economy was at the epicenter of the crisis, global capital flew for safety' in dollar denominated assets. Meanwhile, emerging economies, which were relatively isolated from toxic assets, experienced massive capital outflows, triggering unwelcomed vulnerabilities in their interest and exchange rates. To be sure, regardless of how good emerging economies'

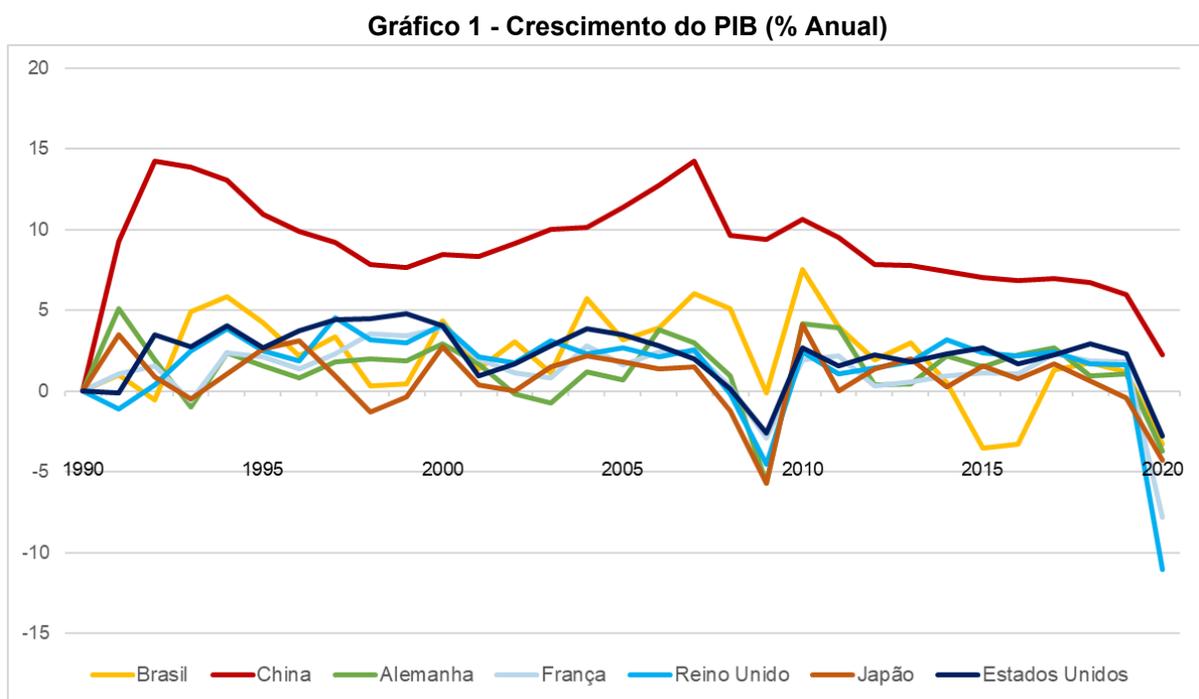
macroeconomic fundamentals are, in moments of uncertainty their peripheral position in the IMFS hierarchy is exposed through global capital flows. (Peruffo, 2020, p. 96)¹²

De acordo com o Triennial Central Bank Survey, publicado pelo BIS em 2022, aproximadamente 88% das transações internacionais ocorrem utilizando o dólar americano (BIS, 2022, p. 4). Isso indica a dependência das operações internacionais de câmbio do sistema de pagamento estadunidense por meio de correspondência bancária (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 6). Enquanto o dólar americano é utilizado para diversos propósitos internacionalmente, e em muitos deles, ele possui uma demanda intrínseca, os pagamentos de bens e serviços acabam sendo, em alguns casos, inclusive precificados em na mesma moeda, e assim, a alta liquidez do mercado estadunidense, em contraste aos outros mercados cambiais, indicam que a moeda americana também é utilizada para se “acessar” outras moedas, num processo que Kuehnlenz explica como “*currency triangulation*” (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 6).

Ainda, é identificado por economistas o “paradigma da moeda dominante”, onde atualmente, bancos, empresas e governos usam a moeda dominante, que atualmente é o dólar, para a maior parte de suas transações internacionais (Eichengreen; Gros, 2020, p. 21). Os produtores irão denominar suas exportações na mesma moeda em que eles tomam empréstimos como um *hedge* natural; bancos irão denominar seus empréstimos na mesma moeda em que eles tomam empréstimos no mercado interbancário internacional como forma de diminuir suas exposições e limitar seus riscos; e bancos centrais irão escolher reservas na mesma moeda da qual suas firmas nacionais tomam empréstimos e denominam suas importações e exportações para manter a provisão necessária às mesmas (Eichengreen; Gros, 2020, p. 22). Essencialmente metade do comércio global é faturado em dólares americanos, se mantendo nesta proporção estável há aproximadamente duas décadas (ECB, 2023, p. 57).

¹² Tradução própria: “Apesar da economia dos Estados Unidos ter sido o epicentro da crise, o fluxo global de capitais voou para a segurança nos ativos emitidos em dólar. Enquanto isso, economias emergentes, que estavam relativamente isoladas de ativos tóxicos, sofreram com saídas massivas de capital, desencadeando vulnerabilidades indesejadas em suas taxas de câmbio e juros. É certo que, independentemente de quão bons sejam os fundamentos macroeconômicos das economias emergentes, em momentos de incerteza a sua posição periférica na hierarquia do SMFI é exposta através dos fluxos de capital globais”.

É interessante destacar que, neste período onde a crise atingiu fortemente as economias centrais, países como a China, e o próprio Brasil, num contexto do “boom das commodities” (Helbing, 2012), desempenham um crescimento relativo no período pré e pós crise. No Gráfico 1, abaixo, podemos notar inclusive o quão destoante é a tendência de crescimento do PIB Chinês em relação a algumas das maiores economias, entre os anos 1990 e 2020. A taxa média de crescimento da economia chinesa no período foi de 8,7%, a brasileira foi de 2,1%, e as subsequentes, dentro do recorte de países do gráfico, foi de 1,85% dos Estados Unidos, e a média dos países europeus foi de 1,1% (World Bank, 2023).



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do World Bank (1990 - 2020).

Partindo destes tópicos, é esclarecido que, apesar de terem tido avanços e esforços das nações que compõem o SMFI para alterar a posição do dólar dentro do sistema, e de até momentos onde a credibilidade de liderança dos Estados Unidos foram colocadas em questionamento, em termos estruturais, como mencionado anteriormente, tanto o país quanto o dólar estadunidense mantiveram seu papel central

no SMFI, reforçando o caráter rígido da hierarquia de poder do sistema. Para os países emergentes, Peruffo adiciona:

The centrality of the US dollar remained untouched and, hence, American monetary policy continues to determine the relevant business cycles for emerging economies, particularly in terms of exchange rate movements. (Peruffo, 2020, p. 106)¹³

As expectativas de “ruptura” geopolítica e econômica, que surge dado o crescimento significativo da China, ou até mesmo num período anterior, com a formação do União Europeia, não são concretizadas, apesar de serem fatores interessantes para se explorar o papel que cada moeda exerce dentro da hierarquia presente no Sistema Monetário e Financeiro Internacional. Isso é o que é proposto no próximo capítulo, com a origem e as discussões que levam à formação e estabelecimento do Euro, suas limitações dentro do SMFI e a atual representatividade da moeda numa perspectiva mundial.

2.3 CONSIDERAÇÕES PARCIAIS

O objetivo com este capítulo inicial foi realizar um estudo sobre a estrutura de poder subjacente no SMFI e a competição entre moedas domésticas que caracteriza este sistema, para ser possível de entender o papel de cada moeda dentro dele e aplicar para o caso específico do euro. Por meio da compreensão do conceito da moeda em todos seus formatos, é possível entender neste trabalho o lastro das moedas, ou seja, suas garantias, como o poder material e imaterial dos seus emissores. Por meio da revisão de literatura realizada neste trabalho, é possível manter e estabelecer as hipóteses sugeridas na introdução. É estabelecida como hipótese teórica que: i) o SMFI é estruturado de forma hierárquica, implicando em diferentes graus de autonomia estratégica dos países em relação às suas políticas macroeconômicas e de desenvolvimento; ii) que a moeda não é neutra, ou seja, atendendo à perspectiva keynesiana de que a moeda gera efeitos para o lado “real” da

¹³ Tradução própria: “a centralidade do dólar americano permaneceu intocada e, assim, a política monetária americana continua a determinar os ciclos de negócios relevantes para economias emergentes, especialmente em termos de movimentos de taxas cambiais”

economia; iii) e por fim, se enxerga o “privilégio exorbitante” do dólar americano, sendo este o hegemom que ocupa o primeiro lugar na pirâmide monetária.

Estes “parâmetros teóricos” permitem realizar uma análise mais clara a respeito da posição do euro na pirâmide monetária, e entender como o *status* e poder político da UE impactam o papel da moeda única europeia como moeda internacional. Neste contexto de posicionamento, também pelo poder estrutural estabelecido pelos Estados Unidos, é possível compreender a rigidez da pirâmide monetária, e como a paridade entre as outras moedas, como o euro, e a moeda *top*, é difícil de ser atingida, ao menos em um curto prazo (Cohen, 2011, p. 12). Além disso, aplicando especificamente para as *CBDCs*, permite realizar uma comparação sobre as moedas digitais privadas e o significado da inserção de moedas digitais emitidas por bancos centrais no SMFI.

3 A ZONA DO EURO NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

A União Europeia é uma integração dos países que moldaram o curso central da história na maior parte dos últimos séculos, seja por dominação, por influência cultural, poder monetário ou ainda militar. Desta maior integração dos países, Stiglitz entende o euro como sendo o aspecto mais ambicioso dela (Stiglitz, 2016, p. 12). Atualmente, a própria identidade europeia surge como preocupação para alguns autores (Pereira, 2017; Risse, 2003; Stiglitz, 2016), associando as críticas ao euro como uma crítica à própria globalização, dado que a globalização seria a maior integração das pessoas do mundo e a UE é uma proposta de maior integração entre os países europeus.

Para entender o papel da Zona do Euro no SMFI, é necessário entender o contexto econômico, político e social pelo qual a Europa passa durante a formação da união econômica e monetária, assim como as limitações e vulnerabilidades da UE que são reveladas ao longo do tempo. Os efeitos macroeconômicos da crise de 2008, revelam uma própria crise interna, batizada de “a crise do euro”, que toma os seus maiores efeitos em 2010. Assim, este capítulo, dividido em três seções, busca desenvolver primeiramente sobre a formação e o processo de constituição do euro, passando pelas limitações da moeda e da UE no geral, e por fim, busca por meio de uma análise de dados e revisão de literatura identificar qual o papel e posição do euro na “pirâmide monetária”.

3.1 A FORMAÇÃO E CONSTITUIÇÃO DO EURO

Muito antes do lançamento oficial do Euro como moeda eletrônica em 1999, ou da formação da União Europeia em, com o Tratado de *Maastricht*, assinado em 1992, os movimentos para a criação de uma moeda única europeia já ocorriam há algumas décadas. Atualmente, de acordo com a União Europeia (European Union, 2023), sua definição é de ser “um mercado único composto de 27 países cujo PIB em 2021 foi de US\$17,2 trilhões”, deixando claro o objetivo econômico do bloco. O

objetivo de se criar uma moeda única, ou uma união econômica e monetária, era uma ambição desde os anos 1960, e foi arquitetado em 3 fases, sendo a última com início em janeiro de 1999, onde se teria a introdução do euro (European Union, 2023). De acordo com a União Europeia (2008, p. 7), existem três principais tratados que assentam na sua criação. Entre eles: o Tratado de Paris de 1951, o Tratado de Roma de 1958 e o Tratado de Maastricht de 1992. Nesta seção, iremos traçar o contexto histórico e econômico para os movimentos em direção à criação do Euro a partir destes tratados internacionais.

Assim, nossa perspectiva inicia no pós-guerra, período em que as nações europeias, destruídas após os confrontos, tinham as necessidades concomitantes de “suprir as carências, readequar a infraestrutura, estimular a retomada da produção, recompor as finanças públicas, e estabilizar a moeda” (Mazzucchelli, 2013, p. 18). Neste momento, os países europeus se apoiam no dólar, a moeda entendida como forte no período. É através do Plano Marshall que os Estados Unidos disponibilizam os recursos necessários aos europeus e garantem o alinhamento da Europa Ocidental reservado da influência soviética, importante num contexto de Guerra Fria (Eichengreen, 2000, p. 224).

Permitindo uma retomada econômica, e de certa forma, estimulando a cooperação entre as nações, em 1951 é assinado o Tratado de Paris. Este tratado institui a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço, a ‘CECA’, que cria uma área de livre comércio de carvão e aço entre a França, Alemanha, Itália, Holanda, Bélgica e Luxemburgo (UE, 2008, p. 7). Criando uma instituição que administra, controla e supervisiona o comércio de setores importantes da economia de países que, anos antes estavam em lados opostos de um confronto, se marca uma das primeiras integrações econômicas europeias. Neste contexto, também se inicia a criação do *welfare state*, onde o Estado passa a “mediar os interesses de capitalistas e da classe trabalhadora”, que resulta em um aumento de postos de trabalho, (Magalhães, 2018, p. 30), e também surge o novo padrão de produção, o fordismo, que proporcionou um aumento dos salários reais, aumentando o consumo da classe trabalhadora. Ambos os fatores proporcionam um aumento do crescimento econômico, que por si implicou na “concretização da reconstrução da

Europa, assim como melhorias nas condições da classe trabalhadora e nos interesses dos capitalistas” (Magalhães, 2018, p. 31).

Em 1958, é assinado o tratado que ficou conhecido como o Tratado de Roma, que instituiu a Comunidade Econômica Europeia, a CEE, e a Comunidade Europeia de Energia Atômica, ou Euratom (UE, 2008, p. 7). A Comunidade Europeia de Energia Atômica foi criada com o objetivo de se utilizar a energia nuclear para fins pacíficos, enquanto a CEE buscava uma união aduaneira e a criação de um mercado comum, para livre mobilidade de mercadorias, serviços, pessoas e capital (União Europeia, 2008, p. 7). Esta Comunidade, com o mesmo padrão institucional da ‘CECA’, ou seja, com quatro principais instituições para tomada de decisões: uma Comissão, um Conselho de Ministros, o Parlamento Europeu e a Corte de Justiça, conferiu ao Conselho de Ministros o “poder de coordenar as políticas econômicas dos estados membros”, assim, mensalmente discutindo a situação macroeconômica dos países membros para se “coordenar a posição da União frente às instituições financeiras mundiais” (Arestis; Mccauley; Sawyer, 1999). É relevante pontuar que, o Tratado de Roma, apesar de não definir objetivos macroeconômicos e monetários claros, colocou como foco o “equilíbrio na balança de pagamentos, manutenção da confiança no câmbio e um alto nível de emprego e estabilidade dos preços” (Arestis; Sawyer, 2002). Em 1967, as instituições comuns entre as Comunidades foram fundidas para se existir uma Comissão única e um Conselho de Ministros único (UE, 2008, p. 7).

Em 1970, no contexto de Guerra Fria, era importante aos países europeus, especialmente a Alemanha, que se encontravam “no meio” do conflito, literalmente e figurativamente, uma maior autonomia europeia. Com isso, no dia 19 de novembro de 1970, em Munique, a CEE, em negociações, gerou o Relatório Werner, coordenado pelo primeiro-ministro e ministro das finanças de Luxemburgo, Pierre Werner (Sousa, 2016, p. 18). Neste relatório se previa que:

[...] a união monetária se realizaria em uma área onde bens, serviços, pessoas e capitais pudessem circular livremente e sem distorções competitivas que ocasionassem desequilíbrios regionais; mencionava também a total e irreversível convertibilidade das moedas, a eliminação das margens de flutuação nas taxas de câmbio, a irrevogável fixação das

paridades entre as moedas e a completa liberalização dos movimentos de capital. (European Commission, 1970, p 9-10)

O movimento na direção desta união econômica e monetária ocorreria cerca de 1980 e era previsto para acontecer em três estágios. O primeiro estágio iria consistir na preparação e reestruturação institucional para possibilitar a coordenação das políticas econômicas. O segundo estágio iria buscar o avanço econômico do processo, com o marco das taxas de câmbio poderem ser alteradas apenas com o consentimento dos outros países membros. E por fim, no terceiro estágio, deveria ser alcançada a livre mobilidade de capitais, total conversibilidade das moedas e taxas de câmbio “fixadas irrevogavelmente”, além de ser criado um banco central para concentrar a coordenação da política monetária dos países (Guttman; Plihon, 2010).

A partir do colapso do sistema de Bretton Woods, ou seja, a suspensão da conversão do dólar em ouro a uma paridade fixa, como mencionado anteriormente, a desaceleração do crescimento econômico dadas as crises de petróleo da década, a oscilação do valor das moedas europeias era expressiva (Pereira, 2017, p. 27). Dessa forma, uma das diretrizes seguidas pelo Relatório Werner, provocada pela adoção do dólar-flutuante, é a “serpente monetária”. As economias europeias definem uma “flutuação conjunta” de suas moedas, em um sistema de taxas de câmbio que limitaria em 4,5% a variação entre as taxas de câmbio intra-europeias (Eichengreen, 2000, p, 151). Nesse momento também é criado o Fundo Europeu de Cooperação Monetária, o FECOM, um fundo cujas reservas monetárias tinham o objetivo de ajudar os bancos centrais dos países membros a manter a paridade da sua moeda no mecanismo da Serpente.

Barry Eichengreen (2000, p, 157) argumenta que a “serpente” foi estabelecida como um sistema em reação às objeções francesas à assimetria de poder do dólar no sistema de Bretton Woods, mas que após o colapso do Acordo Smithsonian, acordo que “triplicou a amplitude das bandas de flutuação em relação ao dólar, permitindo que o câmbio intraeuropeu variasse em até 9%” (Pereira, 2017, p. 27), o marco alemão surgiu como a moeda referência da Europa e sua âncora anti-inflacionária. Isso é atribuído ao afastamento do continente em relação ao

governo de Jimmy Carter e a queda do dólar, que ocorre entre 1977 e 1978, revalorizando o marco (Sousa, 2016, p. 26). Assim, era o *Bundesbank* que decidia o tom da política monetária pelo continente, apesar de não existir outro mecanismo pelo qual os outros países poderiam influenciar as decisões do banco central alemão (Eichengreen, 2000, p, 157). Esse era o maior obstáculo para o sucesso da Serpente, de acordo com Eichengreen.

Em 1979, é criado o Sistema Monetário Europeu (SME), com o objetivo de seus países membros comporem uma zona de estabilidade monetária, por meio das taxas de câmbio fixas ajustáveis, retomando o ideal da segunda fase proposta no Relatório Werner, na direção da união econômica e monetária europeia. Sousa (2016, p. 26) entende o SME como um “aperfeiçoamento da serpente monetária”, agregando assim maior estabilidade nas paridades cambiais, e conseqüentemente, favorecendo o comércio. Esse restabelecimento do mercado de cada país membro fornece um cenário mais favorável para a retomada do objetivo de criação do Mercado Único Europeu.

Neste contexto, em fevereiro de 1986, a Comissão Europeia, presidida por Jacques Delors, aprova o Ato Único Europeu (AUE), alterando o Tratado de Roma de 1957, abrindo totalmente as fronteiras entre os Estados membros para a circulação de bens, de capitais e de pessoas (UE, 2008, p. 8). O AUE, além de remover barreiras institucionais e econômicas entre os países da CEE, estabeleceu a meta de formação do Mercado Comum Europeu e adota as recomendações do Relatório Werner, mencionado anteriormente, determinando a criação da União Econômica e Monetária. Nas palavras de Arestis, Mccauley e Sawyer,

The European Monetary System (EMS) was established primarily to create monetary stability, but it should also be seen as an attempt to move the Community towards the goal of a monetary union. Therefore, the Single European Act should be seen as the economic complement to the EMS and both could be described as stepping stones to the monetary union. (Arestis; Mccauley; Sawyer, 1999, p. 14)¹⁴

¹⁴ Tradução própria: “O Sistema Monetário Europeu (EMS) foi estabelecido primordialmente para criar estabilidade monetária, mas também deve ser visto como uma tentativa de mover a comunidade em direção de um objetivo de união monetária. Assim, o *Single European Act* deve ser visto como um complemento econômico para a EMS e ambos podem ser descritos como trampolins para a união monetária”.

A assimetria na influência das políticas monetárias em relação à Alemanha e às demais nações, era uma questão que trazia insatisfação da parte francesa desde o período da “serpente”. O apelo francês para uma solução viável, identificada como uma união monetária comandada por um Banco Central Europeu onde todos os países-membros teriam “espaço”, foi acolhido e aceito pelos Estados membros, inclusive pela Alemanha (Eichengreen, 2000). Dessa forma, em abril de 1989, o Comitê para Estudo da União Econômica e Monetária, criado pela Comissão Europeia, emite o Relatório Delors, com objetivos definidores de uma completa liberalização da mobilidade de capitais, integração dos mercados financeiros, conversibilidade irreversível das moedas, taxas de câmbio fixas irrevogáveis e uma possível substituição das moedas nacionais por uma moeda única (Eichengreen, 2000, p. 222)

Este relatório definia que esta união econômica e monetária iria ocorrer em três fases, assim como o Relatório Werner, de forma que na fase final, seria criada enfim a moeda única europeia e uma instituição independente, que viria a ser o Banco Central Europeu (Pereira, 2017, p. 27). De acordo com Eichengreen (2000, p. 167), a principal diferença entre os relatórios, é que enquanto o Relatório Werner previa um sistema de bancos centrais nacionais que seriam reunidos em uma federação monetária, o Relatório Delors iria propor a criação desta nova entidade comum, o Banco Central Europeu, que teria a responsabilidade e a capacidade de executar a política monetária, assim como emitir a moeda única.

O último tratado estabelecido para a criação do Euro foi o Tratado de Maastricht, assinado em fevereiro de 1992, englobando grande parte das recomendações do Relatório Delors. Após diversas negociações, os governos dos Estados membros concordaram em “trabalhar em conjunto nas áreas de política externa e de segurança, bem como da justiça e assuntos internos” (UE, 2008, p. 7). Acrescentando essa cooperação intergovernamental ao sistema comunitário já vigente, o Tratado de Maastricht cria então uma nova estrutura, tanto política quanto econômica, que é a União Europeia (UE).

A primeira fase do plano decidido no Tratado de Maastricht consistiu em um alinhamento e coordenação das políticas nacionais entre os países membros, a segunda tratava sobre o policiamento e adequação aos “critérios de convergência” para adotar a moeda comum, em termos de suas dívidas, déficit público, inflação, etc., e por fim, a terceira fase seria a introdução do Euro em 1999, nome oficial escolhido para a moeda, em 1995 (Previdelli; Souza, 2014, p. 14). Em janeiro de 1999, o Euro foi introduzido como moeda eletrônica para transações bancárias e financeiras, as taxas de câmbio dos países membros estavam fixadas, e o Banco Central Europeu estabelecido.

No primeiro dia de negociação na Bolsa de Frankfurt, em 4 de janeiro de 1999, o euro estava cotado a US\$1,1789, com altas oscilações ao longo dos seus primeiros anos. Porém, apesar destas, as populações entendiam a nova moeda sendo mais forte e mais estável que as antigas moedas de suas nações, e a facilidade nas transações comerciais possibilitadas pelo euro foram também um fator importante para assentar sua credibilidade (Previdelli; Souza, 2014, p. 13). O processo foi finalizado com a introdução das notas e moedas de euro substituindo todos os papéis moeda nacionais em 1 de janeiro de 2002, se tornando a moeda oficial de 12 dos 15 membros da União Europeia na época (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda e Portugal adotaram o euro, enquanto o Reino Unido, Suécia e a Dinamarca optaram por não adotar o euro naquele momento) (União Europeia, 2008, p. 5).

O processo político iniciado em 1957 com o Tratado de Roma é entendido como findado em 1992, com o Tratado de Maastricht, para se estabelecer a moeda comum europeia. Este momento histórico de criação da moeda europeia, é marcado por alguns principais aspectos. Após o estabelecimento do padrão dólar flexível, se enxerga os Estados Unidos como “superpotência do planeta”, o que indica um período de liberalização financeira e comercial no mundo. Além disso, no contexto europeu, se enxerga uma ascensão da posição da Alemanha na Europa com sua reunificação após a queda do muro de Berlim em 1989, que acaba por incentivar parcerias econômicas com o leste europeu, que se tornam sua influência direta.

A global recession elevated unemployment rates in Europe; the dollar's decline further undermined European competitiveness; and German unification raised interest rates throughout the European Community. (Eichengreen, 2000, p, 165)¹⁵

Este “produto de um período histórico específico”, que é a criação da União Econômica e Monetária Europeia, passa por um alargamento a partir dos anos 2000, principalmente pela adesão dos países do leste europeu à União Europeia (Sousa, 2016, p. 44). Com isso, é importante assinalar algumas das vantagens identificadas pelos países ao se inserirem nesta união, já que esta tinha objetivos econômicos, sociais e políticos. Uma delas era a integração econômica, onde tanto por uma diminuição de custos e acessibilidade de mercados, poderia acabar se gerando um aumento do comércio, investimentos e crescimento (Magalhães, 2018, p. 30). Além disso, numa proporção menor, para os países membros com maiores disparidades em relação aos membros centrais da união, se tinha o acesso a fundos estruturais, promovendo assistência financeira às regiões menos desenvolvidas (Magalhães, 2018, p. 62). Outro ponto, no aspecto político, era promoção da estabilidade e paz, onde se era entendido que, por meio de uma interdependência econômica, se teria maior cooperação política (União Europeia, 2008, p. 5). Por fim, uma das atribuições aos países seria o aumento da influência global. Com uma coletividade dos países que simbolizam o peso econômico e comercial da Europa, era entendida a obtenção de uma maior voz em relações internacionais, negociações comerciais e esforços diplomáticos (Pereira, 2017, p. 46).

The success of Europe and the European project entailed the closer integration of the countries of Europe, and was important not just for Europe, but for the world (Stiglitz, 2016, p. 4).¹⁶

¹⁵ Tradução própria: “a recessão global elevou as taxas de desemprego na Europa; o declínio do dólar prejudicou ainda mais a competitividade europeia; e a unificação alemã aumentou as taxas de juros em toda a Comunidade Europeia”.

¹⁶ Tradução própria: “O sucesso da Europa e o projeto europeu implicou na maior integração dos países da Europa, e foi importante não só para a Europa, mas para o mundo”.

A integração econômica trouxe alguns efeitos indesejados aos Estados membros. Como colocado por Previdelli e Souza (2014, p. 15), após a moeda ser posta em circulação, restava à Zona do Euro entender o funcionamento da “nova arquitetura monetária estabelecida” num cenário que já apresentava algumas dificuldades principais, entre elas: déficit fiscal, endividamento dos países membros, dificuldades na mobilidade de fatores produtivos, etc. Ao longo dos anos, têm se observado uma maior disparidade econômica e social entre alguns Estados membros da UE, fato observado por eventos como a crise financeira de 2008, que evidencia estas disparidades e dificuldades, principalmente em um grupo específico de países da UE, o que os autores chamam de grupo do Sul, ou do Mediterrâneo.

Na próxima seção será tratado sobre as limitações que o Euro, afetado por crises tanto econômicas, quanto identitárias, enfrenta, assim como os efeitos do estabelecimento da mesma. Como relembra Stiglitz (2016, p. 22), o projeto europeu de integração econômica e política foi um dos “grandes” projetos do século XX, sendo a União Europeia uma das razões pela qual a segunda metade do século XX foi tão distinta da primeira metade, marcada pela Grande Depressão e duas guerras mundiais.

3.2 A “CRISE” E OS LIMITES DO EURO COMO MOEDA INTERNACIONAL

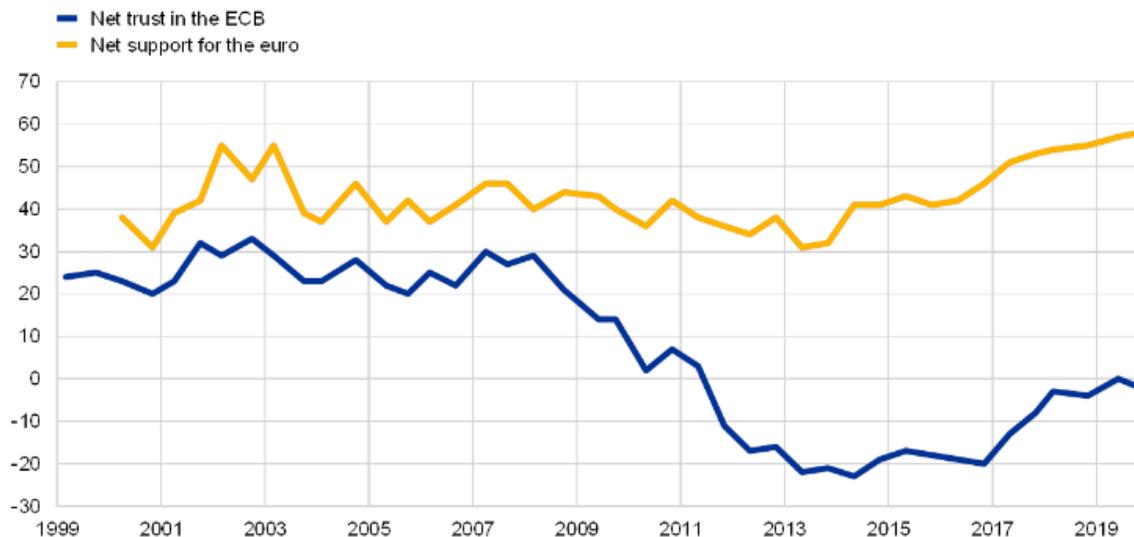
Desde o início da formação da Zona do Euro, são apontadas as diversas fragilidades, assimetrias e dificuldades atribuídas ao sistema da moeda única europeia. Elas são reveladas tanto conforme o cenário macroeconômico vai se alterando, quanto por problemas internos estruturais que já estavam em seus ápices dentro do SME. São estas características da união econômica e monetária que é a União Europeia, que serão desenvolvidas ao longo desta seção. Como aponta Eichengreen, o euro é uma das moedas sem um Estado, o que implica que, quando a Zona do Euro passa por problemas financeiros e econômicos, como em 2010, não existe uma instituição com o poder para os resolver, apenas uma “coleção de governos nacionais inclinados a agradar aos seus círculos eleitorais

nacionais” (Eichengreen, 2011, p. 14). Assim, com um banco central limitado aos seus poderes de emissão de moeda para se monetizar as dívidas dos governos, se torna pouco alinhada e “mal gerenciada” a cooperação entre os países da Zona do Euro, danificando a própria credibilidade dos governos do Eurosystem e a confiança do mercado na moeda (Chey, 2012, p. 64).

Na perspectiva da própria identidade europeia, como tratado por Thomas Risse em 2003, um ano após as moedas e notas do Euro entrarem em circulação, era entendido que a maior parte da população que se identificava fortemente com seu Estado-nação, também se sentia parte da Europa, sendo o Euro, um grande símbolo da integração europeia (Risse, 2003, p. 3). O autor vai mais adiante apontando que a moeda já tinha alcançado, em 2003, um status de formador de identidade (Risse, 2003, p. 8). Desde o anúncio da moeda, em 1999, até 2003, o apoio ao Euro permaneceu alto na UE, e a maior parte de sua população o considerava vantajoso para o futuro de seu país. Assim, um dos pontos que o autor conclui, neste momento de inauguração da moeda, é que o Euro torna a Europa “real”, tornando material a ordem política da UE, por meio da conexão entre Bruxelas e a vida real da população (Risse, 2003, p. 16).

Partindo do momento do lançamento da moeda, até os dias atuais, o apoio e confiança nas instituições da UE mudaram significativamente. Como observado no Gráfico 2, que demonstra justamente a confiança no Banco Central Europeu (ECB) e o apoio ao Euro, de 1999 até 2019, podemos reparar que, apesar do euro e o ECB estarem muito próximos em um nível institucional, a opinião pública sobre eles seguem tendências relativamente divergentes. Enquanto o apoio ao Euro (em amarelo) se mantém relativamente estável ao longo dos anos, a confiança pública ao ECB (em azul) cai significativamente durante a crise e sua recuperação é lenta (ECB, 2020). O ECB (2020) aponta que este declínio observado na confiança ao mesmo é associado ao declínio na confiança nas instituições públicas em geral após a crise econômica global, mas também pode ser associada à dificuldade na recuperação europeia à crise e justamente às assimetrias de poder entre os países-membros reveladas pelas falhas da estrutura da Zona do Euro, como dito por Stiglitz (2016, p. 45), que se busca explorar nesta seção.

Gráfico 2 - A confiança ao ECB e o apoio ao Euro (em pontos percentuais)



Fonte: EUROPEAN CENTRAL BANK, 2021 (1999 - 2020).

Existem algumas vantagens e desvantagens em se adotar o Euro, assim como qualquer moeda internacional. É vantajoso para os países membros a possível “redução de custos transacionais suportados pelos agentes econômicos, com a maior eficiência nos investimentos realizados” (Pereira, 2017, p. 37). Benjamin Cohen (2011, p. 5) ainda comenta sobre o *hard power* de influência política e o *soft power* de reputação ganhos pela internacionalização. Porém, como contraposto, se tem a perda dos instrumentos de política econômica pelos Estados, ou seja, não há a possibilidade de se ter autonomia monetária e cambial no caso de ocorrerem “eventuais choques econômicos assimétricos, ou seja, específicos para alguns países” (Cohen, 2011, p. 37). No caso específico da UE, os instrumentos de política orçamental e fiscal também estão limitados às imposições do Pacto de Estabilidade e Crescimento, que restringe o déficit permitido aos países adeptos ao Euro (Cohen, 2011, p. 38).

Apesar disso, na primeira parte da década dos anos 2000, acontece a expansão da Zona do Euro e da União Europeia, com 12 novos países membros (European Union, 2023). Em 2023, como demonstrado na Figura 2, atualmente

temos 27 Estados membros compondo a União Europeia, sendo 20 deles adotantes também da moeda única europeia (indicado em vermelho).

Figura 2 - Membros da União Europeia e da Zona do Euro



Fonte: BRITANNICA, 2023

Até antes da crise financeira mundial, a perspectiva referente ao Bloco Económico Europeu era favorável e positiva. A moeda europeia conquistou uma grande importância no cenário internacional, como aponta Conti, Prates e Plihon (2013, p. 54), “talvez até mesmo maior que aquela constatada anteriormente pelo conjunto de moedas que ele veio a substituir”. Seus países membros apresentavam representativos aumentos no seu Produto Interno Bruto, um dos demonstradores de que “estavam tendo resultados satisfatórios nos lucros com desenvolvimento sólido e solidário” (Pereira, 2017, p. 31). A própria expansão da Zona do Euro na primeira parte da década dos anos 2000, como mencionado, é um dos sinais da perspectiva em relação à moeda, sendo entendido por esses países como positivo para o futuro de sua nação.

No entanto, em 2008, a crise financeira global repercutiu no continente europeu, dando início à crise da dívida soberana nos países da Zona do Euro, principalmente nos “países da periferia”. Estes países já possuíam tendências em sua estrutura de expansão de déficits públicos e em conta corrente, que dada a crise, agrava o quadro do endividamento, já que os governos iniciam o processo de “salvamento do sistema financeiro com dinheiro público” (Magalhães, 2018, p. 35).

A criação deste ambiente econômico frágil às economias de periferias acontece por meio de alguns principais pontos. Um deles é que, dada a redução da taxa de juros, em comparação às taxas de juros que os países da periferia praticavam antes da união monetária (Magalhães, 2018, p. 111), ocorre um movimento de expansão do crédito. Esse movimento, apesar de aquecer a economia, também é voltado ao setor imobiliário, criando, em menor escala, uma “bolha imobiliária”. O segundo ponto é que, com a valorização cambial aos países do Sul, que veio com a adesão ao Euro, ocorre um aumento das importações, que por si, amplia os déficits em conta corrente nos balanços de pagamentos da periferia (Magalhães, 2018, p. 114). É importante contrastar os papéis destes países neste momento, como Filgueiras e Oliveira colocam:

Todos esses países, com a unificação monetária, passaram a ser os consumidores importadores dominantes da zona do euro; o que os levou a uma trajetória de déficits em conta corrente cada vez maiores. Em contrapartida, os países centrais dessa zona [...] assumiram a função predominante produtores-exportadores com superávits permanentes em conta corrente. Os déficits em conta corrente foram financiados por bancos europeus, que sancionaram esse arranjo produtivo-comercial-financeiro; implicando ao longo do tempo um processo retroalimentador entre déficit público/déficit em conta corrente e crescimento da dívida pública (Filgueiras; Oliveira, 2013, p. 92-93).

Outro ponto importante para o “contágio” da crise à UE, é em relação ao aumento dos ativos externos na composição do capital dos bancos dos países da Zona do Euro, dado que a integração no SMFI ocorre de forma globalizada, “em conformidade com os ditames da globalização financeira que é regida pela ortodoxia econômica neoclássica-liberal” (Magalhães, 2018, p. 126).

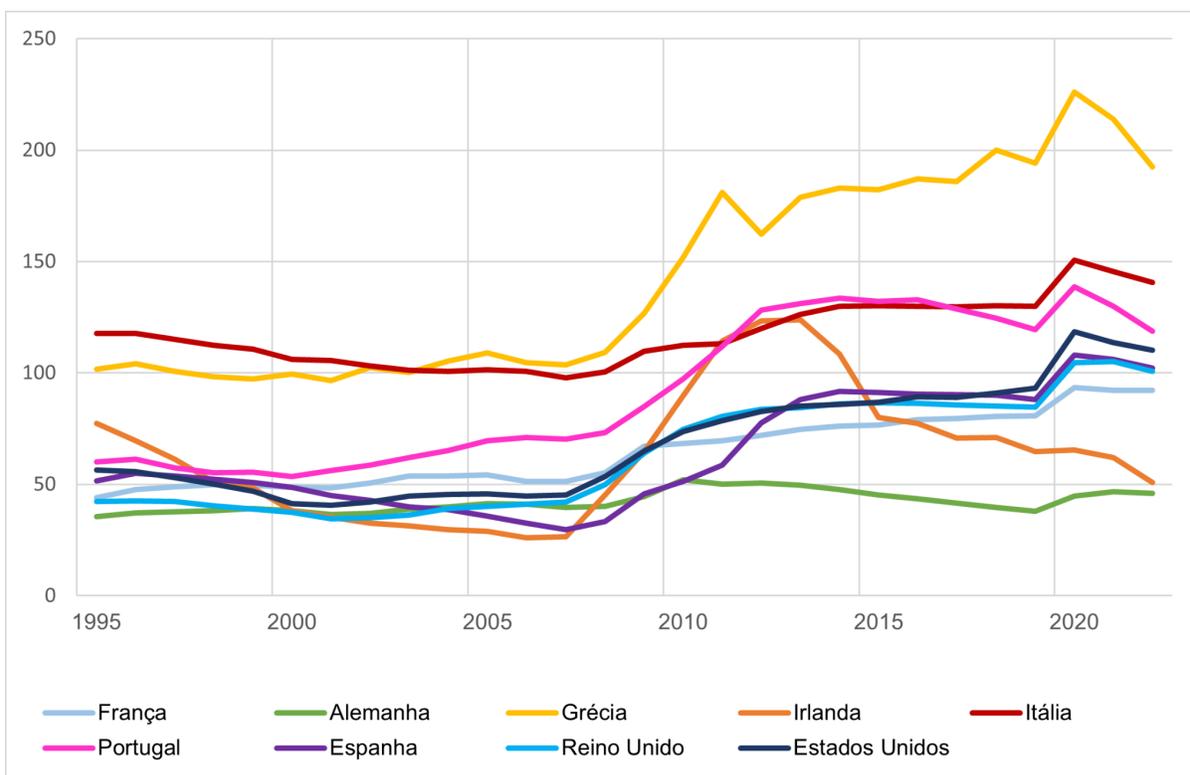
Enquanto eram os bancos alemães e franceses que tinham uma alta exposição aos ativos, levando à grandes perdas de capital, dada a súbita

diminuição de seus valores e perda de liquidez desses ativos problemáticos, foram os bancos da periferia, que, apesar de também possuírem os ativos, sofreram com as verdadeiras consequências de sua assimetria de poder. Como o problema estava centralizado no pesado endividamento dos bancos, estes iriam diminuir tanto a sua tomada de empréstimos, quanto a oferta de crédito para as famílias e empresas. Com estas gastando menos, se enfraquece a atividade econômica, sendo um problema para os Estados que precisam deste crescimento para recuperar suas finanças (Aglietta, 2013, p. 15). Em outras palavras, aumentando os gastos relativos para os resgates ao setor bancário, reduzindo o crédito, reduzindo o consumo e reduzindo a produção, as receitas tributárias dos Estados também são reduzidas, ao mesmo tempo que sua dívida pública aumenta. Na faceta do capital financeiro, a deterioração da relação dívida pública e PIB aumenta o risco do país, prejudicando a venda de novos títulos públicos (Andrade, 2015, p. 139).

Com a deterioração do sistema financeiro, os Estados da Zona do Euro se viram obrigados a intervir, para propiciar a liquidez necessária (Magalhães, 2018, p. 121). Nesse momento, os países da “periferia”, utilizando o exemplo da Espanha, um dos PIIGS, toma medidas de austeridade, reduzindo salários e realizando cortes de gastos em termos de benefícios sociais e em investimentos públicos (Andrade, 2015, p. 139). Os PIIGS são um acrônimo pejorativo para se referir às economias de Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha, que demonstraram este alto endividamento e deterioração da relação de déficit público e PIB.

Como pode ser observado no Gráfico 3, a Grécia é, de forma destoante, o país europeu mais atingido pela crise, onde sua dívida pública, em porcentagem do PIB, atingiu cerca de 152% em 2010, dois anos após a crise, e os efeitos permanecem até o período mais atual, onde esta mesma relação se encontrava em 226% em 2020 (IMF, 2023). Em contraponto, também é relevante trazer o quanto a proporção dos impactos da crise foi menor na Alemanha, atingindo em 2010, uma relação dívida pública/PIB de 52%, e em 2020, de cerca de 45%.

Gráfico 3 - Dívida Pública em % do PIB



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IMF (1995 - 2022)

Justamente na contramão da crise, a Alemanha mantém seu poder de competitividade, realizando inclusive um acúmulo de superávits comerciais. Na medida que os países do PIIGS elevam a aversão ao risco e depreciam o euro, a Alemanha identifica uma possibilidade de se alavancar competitivamente (Prazeres; Brustolin, 2018, p. 10). Este contraste entre os Estados membros demonstra o que Magalhães (2018, p. 121) resume como “as assimetrias e os diferenciais de competitividade contribuem para a ampliação delas mesmas”.

Buscando analisar os membros do PIIGS de forma mais próxima, começamos com o caso grego. Foi uma publicação do The New York Times que informou ao mundo sobre a dívida da Grécia com o banco americano Goldman Sachs, provocando a consequente investigação da Comissão Europeia que confirma o déficit orçamentário superior a 13% do PIB, ultrapassando o limite de 60% definido no Tratado de Maastricht, quase em duas vezes (Pereira, 2017, p. 32). Este endividamento é frequentemente atribuído às Olimpíadas Gregas de 2004, mas também à arrecadação de impostos inferiores. O cenário é, de forma simplificada,

que a Grécia “estava completamente despreparada quando chegou a crise global de crédito em 2008” (Pereira, 2017, p. 32). A marca de uma variação de crescimento do PIB de -2,7% no período de 2010-2020 demonstra o baixo sinal de recuperação da economia grega (IMF, 2023)

O caso irlandês é diferenciado, apresentando um alto desenvolvimento econômico no período pré-crise, dada a sua expansão imobiliária. O país, apelidado de “tigre celta”, sofre com a queda dos valores dos imóveis e com o acúmulo de empréstimos de risco no setor bancário de sua economia (Pereira, 2017, p. 32). Esta queda de lucros exige ajuda do governo para os bancos se “reerguerem”, o que provoca um aumento dos gastos. Em 2010, a relação dívida pública/PIB da Irlanda era de aproximadamente 90%, e em 2020, o país demonstra recuperação, sendo a relação de 65% (IMF, 2023). A média de crescimento anual do PIB na Irlanda, no período de 2010 até 2020 foi de aproximadamente 6,3%, com um crescimento extraordinário de 24,5% no ano de 2015, como é possível de ser observado no Gráfico 4, mais abaixo (IMF, 2023). No recorte dos PIIGS, a Irlanda também apresenta o único crescimento positivo em 2020, de 6,6%.

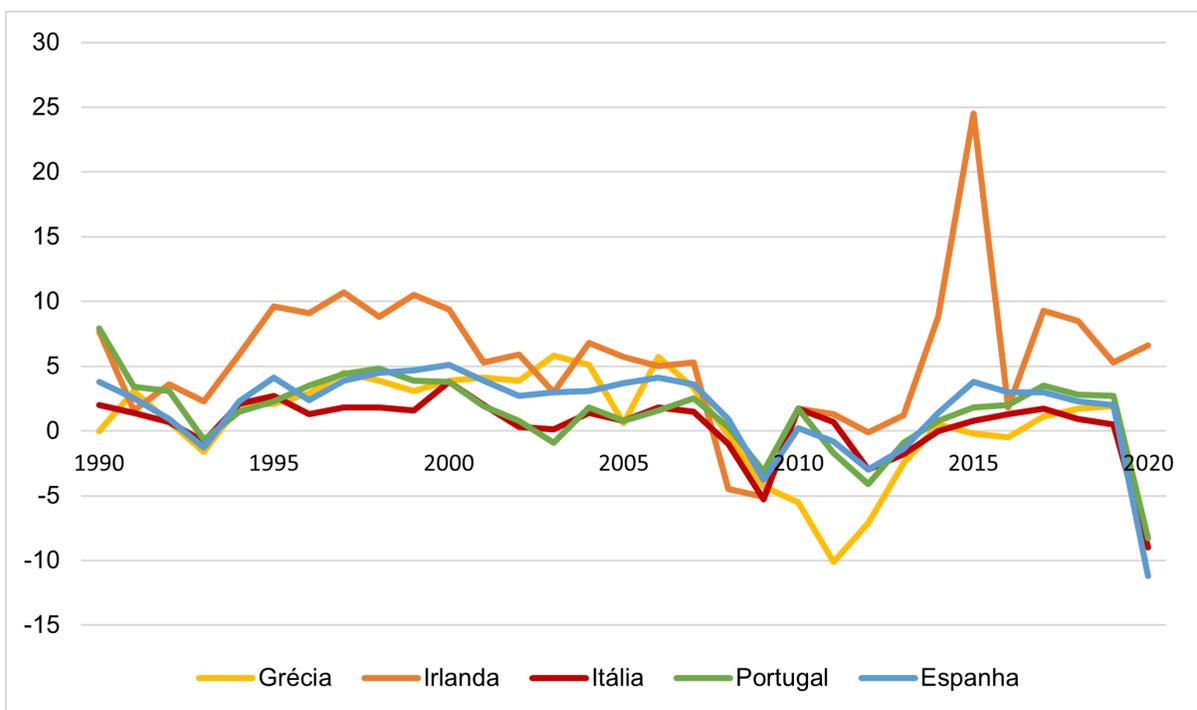
A Espanha, considerada um país de economia forte dentro da UE, sofre por grande retração do PIB com os efeitos da crise, com uma variação negativa de -3,8% do PIB em 2009, comparado a 2008 (IMF, 2023). O crescimento espanhol, atribuído também à “maciça entrada de crédito ao país”, só prosseguiu devido à essa, enquanto o déficit do país se expandia rapidamente (Andrade, 2015, p. 142). Com a crise, o excesso de oferta de habitação, somado à diminuição do consumo, aumento de taxas de desemprego, como mencionado, forçam as medidas de austeridade do país. Em 2010, a relação da dívida pública/PIB na Espanha era de 51%, e em 2020, ela se encontrava em 107% (IMF, 2023). A média de crescimento do PIB no período, de 2010 a 2020, foi de -0,06%, com uma retração de -11,2% no PIB em 2020, observado no Gráfico 4 (IMF, 2023).

O caso português também tem sua origem no crescimento de seu setor financeiro, especialmente no setor bancário, que estimula o endividamento de diversos setores da economia portuguesa (Reis, 2013). Assim, no cenário de crescente endividamento externo e falta de competitividade, em conjunto com um

processo de desindustrialização, as fragilidades de Portugal forçam a tomada de uma sucessão de programas de austeridade pós-crise (Caldas, 2013). Em 2010, a relação da dívida pública/PIB em Portugal era de 97%, e em 2020, esta relação era de 139%, respondendo de forma negativa também na média de crescimento do PIB, que é de 0,03% no período de 2010 a 2020 (IMF, 2023).

Por fim, no meio da crise, a Itália, um dos países fundadores da UE, assinante do Tratado de Paris, de 1951, e um dos centros culturais europeus, desacelera seu crescimento, e “há mais de uma década tem lutado contra a menor média de crescimento da União Europeia” (Pereira, 2017, p. 34). Em 2010 a dívida pública chega a representar 112% do PIB italiano, e em 2020, esta relação já é de 150%, não demonstrando sinais de recuperação (IMF, 2023). Em 2011, o governo italiano toma iniciativas com o objetivo de diminuir os impactos da crise, como: aumentar os impostos, reformar as pensões e cortar gastos na administração pública (Pereira, 2017, p. 34). A economia italiana, em conjunto com a Espanha e a Grécia, apresenta uma média de variação do PIB negativa no período de 2010 a 2020, de -0,56% (IMF, 20203), e uma retração de -9% no crescimento do PIB no ano de 2020, como representado no Gráfico 4, abaixo.

Gráfico 4 - Crescimento real do PIB (em % anual)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IMF, 2023

É importante notar que, as medidas adotadas pelos países que fazem parte do PIIGS no período pós-crise, ocorrem de acordo com as medidas solicitadas pelo Conselho Europeu para viabilizar os resgates bancários dos países da UE. Com um certo “Plano de Recuperação Econômica”, foi solicitada a adoção, de forma coordenada, de medidas que focavam na expansão da demanda, como aumento dos gastos públicos e redução da carga fiscal.

O conselho estava consciente que o plano poderia aprofundar temporariamente os déficits, mas reafirmou “seu compromisso com a sustentabilidade das finanças públicas apelando a um regresso, o mais rápido possível às metas orçamentais de médio prazo, mas apenas quando estivesse assegurado o esperado regresso à senda de crescimento e criação de emprego.” (Caldas, 2013, p.74)

As determinações fiscais impostas no Tratado de Maastricht são extrapoladas diversas vezes pelos países membros da UE, no período de 1996 até 2007, como analisado por Bibow (2006). O autor entende que, ao mesmo tempo que a capacidade da Zona do Euro de promover uma política fiscal efetiva é renegada, a integração fiscal entre os países é também, praticamente inexistente, de forma que

a possibilidade de equalizar o poder de atuação dos governos nacionais é eliminada. O próprio objetivo principal do ECB, que atua de forma independente, de garantir a estabilidade dos preços (UE, 2008, p. 39), em conjunto com as restrições fiscais, “limita a capacidade de atuação coordenada com outras instituições macroeconômicas que visem garantir altos níveis de atividade econômica e emprego” (Arestis; Sawyer, 2011).

De certa forma, pode ser entendido que as consequências da crise, não ocorreram apenas no mercado financeiro, ou como apenas consequências de uma crise externa, mas também pela natureza estrutural dos países europeus, mais do que conjuntural (Caetano; Ferreira, 2017, p. 94). As políticas adotadas pelos países partiram, como mencionado, de decisões do Executivo da União Europeia, mais especificamente, da Comissão Europeia e do Banco Central Europeu. Estas instituições, como aponta Pereira, são eleitas indiretamente, indo de encontro

[...] à falta de participação do único órgão eleito pelo voto popular que é o Parlamento Europeu, configurando a ausência de *accountability*, ferindo a participação democrática (Pereira, 2017, p. 35).

Em outras palavras, enquanto o Parlamento é o órgão que representa a população europeia, seu poder se reduz diante dos demais órgãos, já que é destituído de capacidade decisória plena, dividindo funções legislativas com o Conselho da União Europeia e a Comissão Europeia (Pereira, 2017, p. 3).

É mencionado no artigo 130A do Tratado da União Europeia que:

[...] a Comunidade procurará reduzir a disparidade entre os níveis de desenvolvimento das diversas regiões e o atraso das regiões menos favorecidas, incluindo as zonas rurais (Tribunal De Contas Europeu, 1992, p. 53).

Ou ainda, um dos princípios fundamentais da União Europeia, previsto no Tratado de criação do bloco, era o de “solidariedade mútua entre os membros”, como relembra Lins (2013, p. 40). A disparidade entre os países membros, e a própria situação de endividamento a qual estes países foram tomados, é o que Lins (2013, p. 40) atribui como fruto do caráter elitista da UE.

A crise então reflete uma das características peculiares do euro como moeda, que é uma moeda sem Estado. Na ausência desta autoridade central, a administração cooperativa entre os países da Zona do Euro, se mostraram praticamente inexistentes, sendo prejudiciais não só para a confiança às instituições do *Eurosystem*, mas também na própria confiança do mercado ao euro (Chey, 2012, p. 64). Alguns críticos do euro afirmam inclusive que a falta desta autoridade política como sendo um dos argumentos de que a adoção do euro ocorreu antes dos membros estarem prontos para uma moeda única. Apesar disso, como argumenta Chey (2012, p. 64), a vontade política para a integração europeia, na criação e preservação do euro, não deve ser subestimada. É importante notar que se um país decidisse ficar fora da Zona do Euro, existe a possibilidade deste país estar ainda mais vulnerável a choques externos, e os custos de reintroduzir uma moeda nacional podem ser muito maiores que seus possíveis benefícios (Chey, 2012; Eichengreen, 2011.)

Stiglitz, em seu livro "*The Euro: how a common currency threatens the future of europe*", analisa os fatores da estrutura da Zona do Euro e seu impacto na performance da região, assim como suas perspectivas para o futuro. Um de seus diagnósticos sobre a Zona do Euro é que, apesar da diversidade da Europa já ter sido seu ponto forte, as condições econômicas da moeda única não atendem de forma igual a todas as nações, se tornando necessária a criação de instituições para equilibrar as nações que não se atendem pelas políticas econômicas generalizadas da UE. Assim, o autor entende como sendo uma falha europeia em criar estas instituições reguladoras das assimetrias (Stiglitz, 2016, p. 45). O autor sintetiza, em sua conclusão, o que foi trazido anteriormente, enfatizando a necessidade de reformas estruturais para o futuro e a prosperidade da moeda única europeia:

The problems with the structure of the eurozone have been compounded by the policies the region has pursued, especially in the aftermath of the crisis, and within the crisis countries. [...] But for the most part, it failed to focus on those reforms most likely to end the deep recessions the countries faced. Even if they had been perfectly implemented, the policies pushed on the crisis countries would not have restored the afflicted countries or the eurozone to health. Thus, the most urgent reforms needed

are in the eurozone structure itself—not in the individual countries—and a few, halting steps have been taken in that direction. (Stiglitz, 2016, p. 45)¹⁷

É entendido então, que a crise financeira global de 2008, evidenciou a incapacidade do ECB para lidar com as disparidades econômicas dos países, assim como executar sua política de pleno emprego. Já em relação à Zona do Euro, Aglietta entende que esta não é uma organização cooperativa, ou até mesmo hierárquica, “uma vez que não há quaisquer incentivos para a promoção de políticas coletivas rumo ao avanço coletivo dos Estados” (Aglietta, 2013, p. 37).

A crise de 2008, seguida da crise do Euro, faz com que a Europa passe por um momento atual que é resultado de seus desafios econômicos, com esforços crescentes de integração, principalmente após o *Brexit*. O *Brexit* é um termo atribuído à saída do Reino Unido da União Europeia, que ocorre em 2020. É interessante apontar, que, desde 2003, com a pesquisa elaborada por Thomas Risse sobre a identidade europeia, mencionada anteriormente, os cidadãos britânicos sempre foram a parcela da UE que demonstrava menos apoio ao Euro e à integração europeia num geral (Risse, 2003, 492). Barry Eichengreen discute como, apesar do Reino Unido nunca ter sido um apoiador da integração europeia, ele não desencadeia uma cascata de saídas da UE, inclusive demonstrando a dificuldade do Estado membro negociar sua saída poderia servir como um desestímulo aos outros membros da Zona do Euro com desejos semelhantes (Eichengreen, 2021, p. 45). Churchill, em 1953, já questionava,

Where do we stand? We are not members of the European Defence Community, nor do we intend to be merged in a Federal European system. We feel we have a special relation to both. This can be expressed by prepositions, by the preposition ‘with’ but not ‘of’ – we are with them, but not of them. We have our own Commonwealth and Empire. (Roberts, 2018, p. 1)¹⁸

¹⁷ Tradução própria: “Os problemas com a infraestrutura da zona do euro foram agravados pelas políticas que a região tem seguido, especialmente após a crise, e dentro dos países em crise. [...] Mas, na maior parte, falhou em focar nas reformas mais prováveis de se acabar as profundas recessões que os países passavam. Ainda se elas tivessem sido perfeitamente implementadas, as políticas impostas aos países em crise não teriam restaurado a saúde dos países afetados ou da zona do euro. Assim, as reformas mais urgentes seriam na própria estrutura da zona do euro — e não nos países individuais — e alguns, pequenos passos, foram tomados nessa direção.”

¹⁸ Tradução própria: “Onde estamos? Nós não somos membros da Comunidade de Defesa Europeia nem temos a intenção de sermos mesclados em um Sistema Federal Europeu. Nós sentimos que temos uma relação especial com ambos. Isto pode ser expressado por

Cohen ainda aponta como limitação ao Euro, a vantagem geopolítica que os Estados Unidos têm em comparação à Zona do Euro, que ele chama de “*a gaggle of states with limited military capabilities and with foreign policy interests that only partly overlap or coincide*” (Cohen, 2011, p. 17)¹⁹. A Europa não sendo capaz de substituir a proteção possível de ser oferecida pelos Estados Unidos, não oferece os mesmos benefícios de segurança sistêmica, tendo um menor *hard power*, utilizando os termos do próprio autor. Enquanto existem alternativas viáveis ao dólar americano, não existem alternativas ao “guarda-chuva de segurança militar dos Estados Unidos” (Momani, 2008, p. 309).

O “experimento” de se ter uma moeda única europeia é recente, sendo o Euro colocado em circulação apenas em 2002. Enquanto os Estados Unidos se recuperaram dos efeitos da recessão mundial, é entendido que a Europa, e especialmente a Zona do Euro, seguem estagnados (Stiglitz, 2016, p. 23). Barry Eichengreen aponta três explicações para a crise do euro ocorrida no início do nascimento da moeda: uma harmonização inadequada de políticas passadas, harmonização inadequada de políticas futuras, e as próprias pressões especulativas (Eichengreen, 2000, p. 172). Percebe-se, que estes apontamentos para crises com uma década de diferença, ainda representam um paralelo, sendo relevantes para o momento atual. Esse “fracasso”, como Stiglitz menciona, é importante ao mundo inteiro, e não apenas aos seus países membros, já que, em um mundo globalizado, qualquer coisa que levaria à estagnação em uma parte tão importante e central à economia mundial, “machucaria todos” (Eichengreen, 2000, p. 172).

A grande noção de que o euro deveria trazer uma maior integração econômica e política, contribuindo para ajudar a Europa a enfrentar possíveis obstáculos, é importante, e, como menciona, e propõe o autor, existem meios de “salvar a Europa”, estas ações inclusive não seriam “economicamente difíceis”,

preposições, pela preposição ‘com’ mas não ‘de’ – nós estamos com eles, mas não somos deles. Nós temos nossa própria *Commonwealth* e Império”.

¹⁹ Tradução própria: “um grupo de Estados com capacidades militares limitadas e com interesses de política externa que apenas parcialmente se sobrepõem ou coincidem”.

mas elas requerem uma “solidariedade política que, até agora, provou ser um sonho enganoso” (Stiglitz, 2016, p. 23).

Assim, na próxima seção, é procurado entender como estes fatores de limitação da moeda europeia impactaram no longo prazo para seu papel no SMFI. Dessa forma, será analisado, por meio de dados qualitativos e quantitativos, assim como o próprio relatório elaborado pelo Banco Central Europeu, qual a atual posição do euro na pirâmide monetária, e qual a função da moeda como moeda internacional.

3.3 A REPRESENTATIVIDADE DO EURO NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

Cohen aponta que o euro dificilmente pode ser considerado uma potência polar equivalente ao dólar, dado que as disparidades entre ambas moedas são demasiadas (Cohen, 2022, p. 12). As desigualdades entre as moedas, analisadas pelo autor por participações das moedas entre investimentos, reservas, etc., indicam algo longe de um duopólio, tendo uma maior disparidade inclusive, conforme a maturidade da moeda. De acordo com ele, inclusive, o domínio do euro se mantém confinado a um número limitado de economias com vínculos institucionais ou geográficos à UE (Cohen, 2022, p. 12). Na perspectiva de uma década atrás, Chey (2012, p. 69) já entendia que o papel internacional do dólar poderia decair significativamente, dado a importância que o *renminbi* vinha obtendo na Ásia enquanto o papel internacional do euro não vinha mudando consideravelmente.

Nesse sentido, retomando o conceito do que Cohen (2011, p. 12) chama de “*Patrician currencies*”, que seriam as moedas cujo uso para diversos propósitos entre as fronteiras, apesar de significativos, seriam algo um pouco menos que dominante, e da qual a popularidade, enquanto extensa, é algo menor que global. O que ele entende como sendo a mais proeminente entre estes tipos de moeda, é justamente o euro, que já se encontra no segundo lugar entre muitas categorias de uso e indicadores monetários (Cohen, 2011, p. 12). Em 2011, com o desenrolar da

crise do euro, Cohen já identificava que não era provável que o euro ultrapassasse esta posição que é secular do dólar de moeda internacional, isto justificado pela consequente nivelção dos indicadores de uso da moeda após seu lançamento, e pela evidenciação dos problemas de dívida pública pela periferia europeia (Cohen, 2011, p. 12). Micossi inclusive aponta, que em 20 anos de existência,

[...] the euro's use as an international currency is more or less comparable, in its various dimensions of currency use, to the combined role of the French franc and Deutsche mark before the euro's inception. The relative weight of the dollar, on the other hand, has increased on many accounts. (Micossi, 2020, p. 1)²⁰

Assim, nesta seção será analisado o relatório elaborado pelo próprio Banco Central Europeu, publicado anualmente, que busca entender “*the international role of the euro*”, em sua versão mais recente, de 2023. O relatório é introduzido com uma fala de Christine Lagarde, a presidente do ECB, contextualizando o cenário para a análise do papel do Euro. Conflitos militares, como a Guerra entre a Rússia e a Ucrânia aumentaram os riscos geopolíticos associados ao euro no SMFI, além de aumentar as pressões inflacionárias em um nível global, dado a faceta energética da guerra e o aumento dos preços de alimentos, ao lado das sanções internacionais à Rússia (ECB, 2023, p. 3). Também são mencionadas as políticas monetárias contracionistas da maior parte das “grandes economias”, que levaram a um aumento generalizado das taxas de juros.

Outro ponto enfatizado pela presidente Lagarde, é o aumento da pressão aos políticos europeus para criarem as condições necessárias para o euro prosperar. Como diagnosticado na seção anterior por Stiglitz, o que “adoece” a Zona do Euro é o próprio desenho da união monetária, sendo apenas uma reforma estrutural que poderia restaurar a saúde europeia (Stiglitz, 2016, p. 7). Dessa forma, é relevante a evidenciação que o “papel internacional do euro é majoritariamente apoiado por uma maior e completa união econômica e monetária”, além do avanço na união dos mercados de capitais, por meio do ECB (ECB, 2023, p. 3). Assim, em outras

²⁰ Tradução própria: “[...] o uso do euro como uma moeda internacional é mais ou menos comparável, em suas diversas dimensões de uso da moeda, ao papel combinado do franco francês e do marco alemão antes da criação do euro. O peso relativo do dólar, em contraposto, têm aumentado em muitas formas”.

palavras, é essencial o alinhamento de que a maior integração econômica e financeira é o fundamental para o aumento da resiliência do papel internacional do euro (ECB, 2023, p. 3).

Enquanto é entendido que é no longo prazo que uma moeda “rival” da moeda internacional dominante pode vir a tomar o primeiro lugar na pirâmide monetária, uma exceção é o próprio caso do euro. Isso, no aspecto do uso da moeda em comércio nos países vizinhos da Zona do Euro, que vieram a substituir o dólar pelo euro em um espaço relativamente curto, desde o lançamento da moeda em 1999 e 2019, correspondendo a um aumento de aproximadamente 40% na porcentagem das exportações denominadas no euro no período (ECB, 2023, p. 7). Alguns estudos elaborados pelo ECB sugerem justamente que uma “remodelagem” das cadeias de produção poderia levar a um comércio regional mais forte no continente europeu, assim como na maior integração econômica.

Partindo de um ponto de análise de indicadores da evolução da posição do euro no SMFI, o esforço do ECB é focado em “cinco indicadores para a qual os dados em alta qualidade estão disponíveis” (ECB, 2023, p. 4), sendo eles a porcentagem de cada moeda em reservas internacionais, a dívida internacional, os empréstimos internacionais, o indicador do Swift sobre a moeda de pagamento global, e o *foreign exchange turnover*, como são vistos no Gráfico 5, mais abaixo. Cohen possui uma visão relativamente crítica sobre a escolha do ECB destes indicadores, sendo o mesmo conjunto desde 2010, com o *indicator of currency internationalization* do ECB, entendendo que “*the concreteness attributed to reality seems seriously misplaced*” (Cohen, 2011, p. 15)²¹.

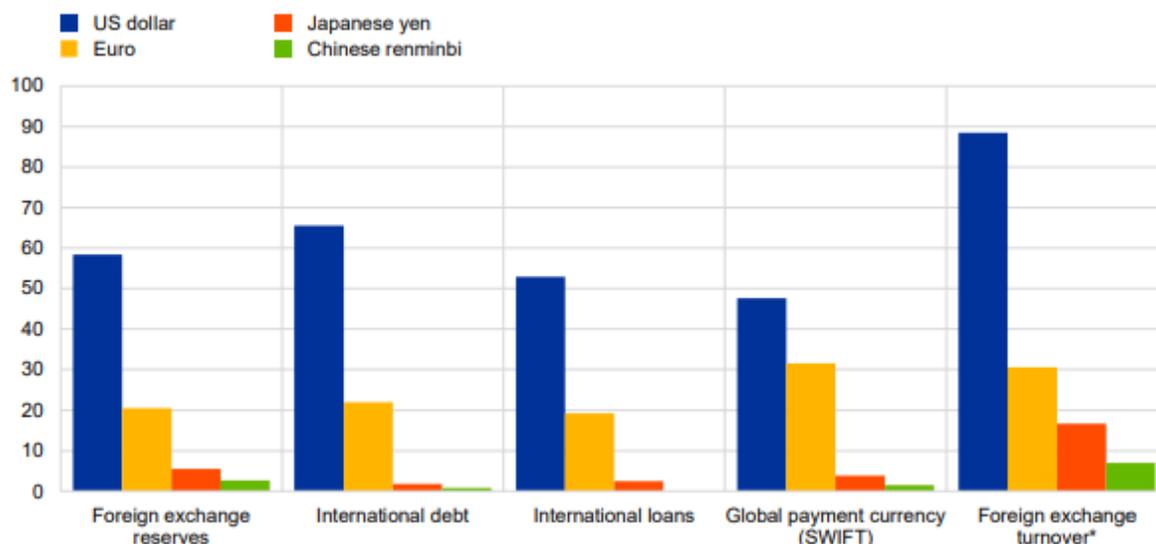
Com base nestes dados, o relatório do ECB identifica o euro como a segunda moeda mais importante do SMFI (ECB, 2023, p. 5). Enquanto o euro aparenta ser uma moeda regionalmente dominante, o dólar americano é uma moeda internacional, ele independe da proximidade geográfica (ECB, 2023, p. 73). A ausência da presença do euro em países em desenvolvimento, e o baixo peso econômico na região, demonstra como suas perspectivas de crescimento são limitadas (Eichengreen; Gros, 2020, p. 21). A Zona do Euro também faz parte de

²¹ Tradução própria: “a concretude atribuída à realidade parece seriamente deslocada”

uma economia muito mais “aberta” que a dos Estados Unidos, de forma que um descontrole da taxa de câmbio é muito mais importante para a Zona do Euro, dado que os custos da volatilidade cambial evidencia a preferência dos países a outras moedas que seriam potenciais candidatas para composição de reservas internacionais (Eichengreen; Gros, 2020, p. 16).

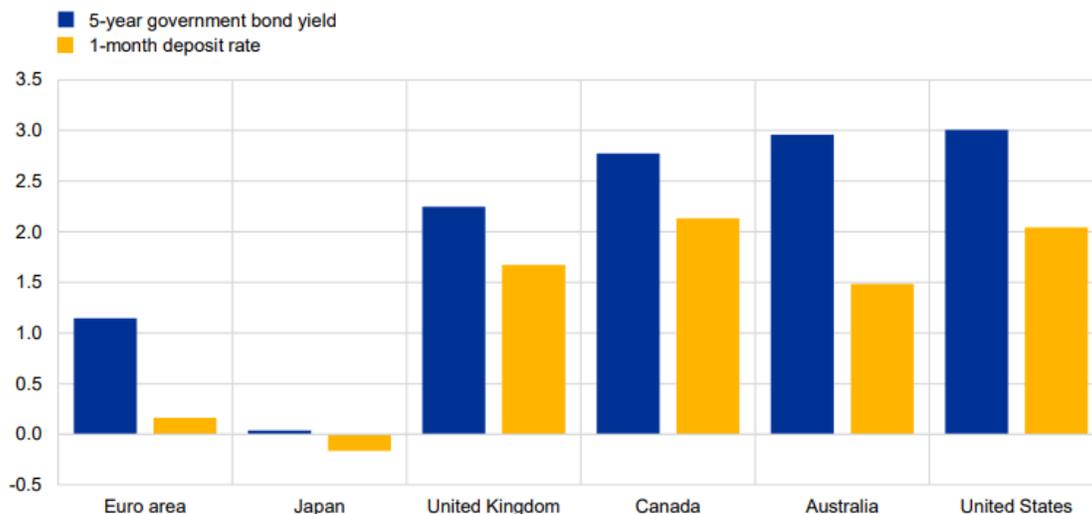
A participação do euro em reservas internacionais aumentou 0.5 pontos percentuais em 2022, para 20,5%, em taxas de câmbio constantes, como é possível se observar no Gráfico 5 (ECB, 2023). A posição do dólar americano declina mais de dois pontos percentuais, enquanto a do renminbi se manteve estável. A diminuição da posição do dólar e o aumento de outras moedas em reservas internacionais em 2022, é geralmente atribuída à política de dólar forte e às relativas mudanças nos preços dos títulos emitidos por outras economias, que acabaram incentivando os gerentes das reservas a revisar seus portfólios ativamente no período (ECB, 2023, p; 5). As taxas de juros na Zona do Euro voltaram a ser positivas, porém ainda se mantendo mais baixas que em outras grandes economias, como observado no Gráfico 6.

Gráfico 5 - O papel internacional do Euro



Fonte: ECB, 2023, com base em dados do BIS, IMF, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) e cálculos do ECB.

Gráfico 6 - Taxa de juros de cinco anos e de um mês nas principais economias em 2022



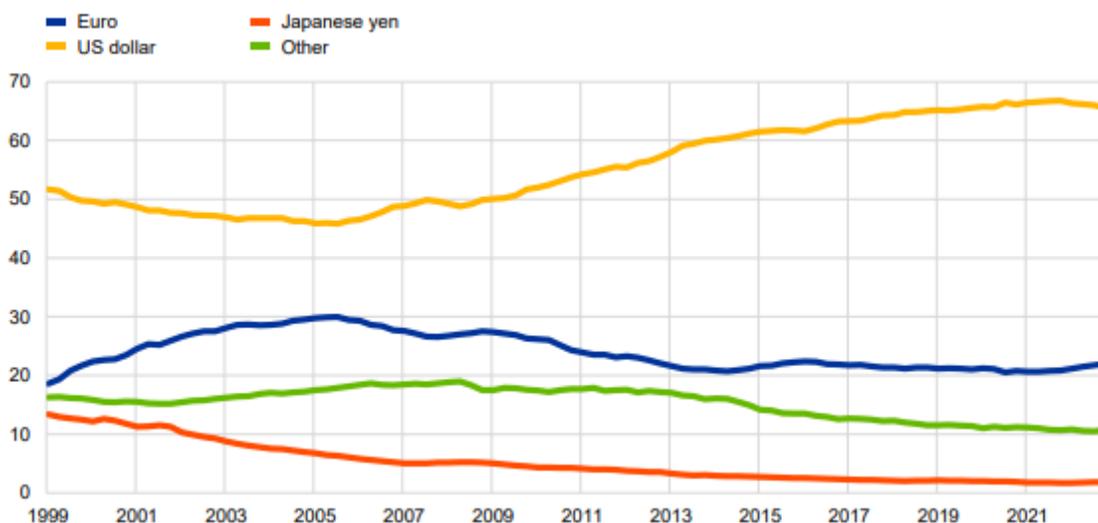
Fonte: ECB, 2023, p. 15, com base em dados do BIS, S&P Global e cálculos do ECB.

No âmbito privado, o euro conquistou uma importância expressiva na função reserva de valor, em alguns momentos, inclusive superando o dólar (Conti; Prates; Plihon, 2013, P. 53). Dado que o dólar ainda denomina e paga a maior parte das transações internacionais, e sua inflação não foi expressiva o suficiente para causar uma perda de “riqueza”, ele não perde sua função de reserva de valor que exercia previamente. O que se entende com isso, é que os agentes privados especificamente, vendo o surgimento do euro no sistema internacional como moeda segura, líquida, e com um rendimento inicial maior do que o do dólar (em relação às taxas de juros e variações cambiais), ele adquiriu muito rapidamente esta posição de reserva de valor no uso privado. Durante a primeira parte dos anos 2000, o euro surge num momento de custo de oportunidade para os portfólios privados, assim numa perspectiva de diversificação e segurança para os agentes, que ainda terão o dólar como meio de pagamento e unidade de conta (Conti; Prates; Plihon, 2013, p. 54)

A participação do euro no estoque de títulos de dívida internacional aumentou em 2022, ficando em 22% quando mensurado em taxas de câmbio constantes, como possível de se observar no Gráfico 5. Essa posição é cerca de oito pontos percentuais menor que o seu pico, na primeira metade da década dos anos 2000. A participação do dólar nos títulos de dívida internacional sofreu uma queda de aproximadamente 1.2 pontos percentuais, de acordo com cálculos do ECB, apesar

de ainda se manter a principal moeda no mercado de títulos de dívida internacionais, compondo mais de 65% do estoque mundial, como observado no Gráfico 7 (ECB, 2023, p. 26).

Gráfico 7 - Composição Monetária do estoque de títulos de dívida internacional (1999-2022)



Fonte: ECB, 2023, com base em dados do BIS e cálculos do ECB.

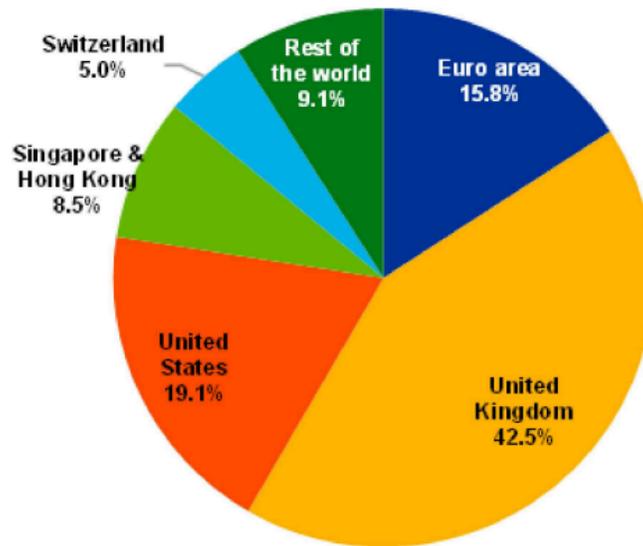
Em 2022, os envios de notas do euro para fora da Zona do Euro atingiram seu nível mais baixo em dez anos. O valor deste volume caiu cerca de 11% no período revisado de 2022, a maior queda desde o lançamento do euro, sendo a maior parte destes envios realizados aos países vizinhos da Zona do Euro (ECB, 2023, p. 38). A razão para isto, atribuída pelo ECB, seria a mudança da percepção dos indivíduos ao euro como resposta à guerra da Rússia e Ucrânia (ECB, 2023, p. 41).

De acordo com a instituição, a invasão russa à Ucrânia representa um novo capítulo na geopolítica, de fragmentação, ou seja, uma redução no nível de integração e cooperação econômica e multilateral (ECB, 2023, p. 42). Nesse sentido, é levantada a resiliência estadunidense aos choques geopolíticos. Enquanto instituições seguras e fundamentos macroeconômicos bem definidos seriam os determinantes essenciais para as moedas utilizadas como ativos seguros internacionais, não se teria uma alternativa óbvia para os títulos de dívida norte-americanos (ECB, 2023, p. 44-45). O papel internacional do Renminbi,

apesar de progredir, permanece limitado ao nível de abertura do país que o emite, o ouro provém segurança, mas não é remunerado e é ofertado de forma inelástica, e as criptomoedas permanecem muito voláteis e incertas, como as crises no mercado de cripto apontam (ECB, 2023, p. 45). Assim, o ECB aponta que não se teria um nível de fragmentação geopolítica que levaria a uma menor demanda pelas reservas internacionais de moedas de “grandes economias” (ECB, 2023, p. 45).

Importante de se levantar que, mesmo com o *Brexit*, Londres continuou sendo o principal local onde ocorreram transações com o euro, e que no geral, a importância do Reino Unido para atividades financeiras internacionais com o euro não mudou, como observado pelo Gráfico 8 (ECB, 2023, p. 5). Os mercados financeiros ingleses representaram aproximadamente 42% das transações cambiais com o euro em 2022, 6 pontos percentuais menos do que em 2019, porém próximo do nível de 2016, ano do referendo do *Brexit* (ECB, 2023, p. 33). Esta posição é entendida pela instituição como resultado da sua força no mercado cambial em termos de liquidez, sistema legal, infraestrutura de mercado e fuso-horário. Isso é importante para o ECB, dado que “preserva a abertura das transações internacionais e o mercado financeiro pode se tornar mais apoiador do apelo global do euro” (ECB, 2023, p. 76). É importante mencionar, como revisado, que enquanto o euro permanece confinado a seu papel regional para seus membros, países vizinhos e algumas ex-colônias africanas, este papel é dado pelo desenvolvimento limitado dos mercados de capitais da Europa continental, enquanto as transações do mercado de capitais estão realmente concentradas na cidade de Londres, pertencente a um país que nem faz mais parte da UE (Micossi, 2020, p. 3).

Gráfico 8 - Participação de economias selecionadas em transações cambiais globais em euros em 2022



Fonte: ECB, 2023, p. 26, com base em dados do BIS e cálculos do ECB.

Um aspecto interessante do *Brexit*, é que, ao final de 2020 o *passporting regime* implicou em limitações regulatórias ao setor financeiro e bancário inglês, em conjunto com a saída do país no início de 2021, que oficialmente classificou o Reino Unido como um não-membro da União Europeia (ECB, 2023, p. 33). Os bancos ingleses, com o fim do *passporting regime*, se tornaram incapazes de operar dentro da União Europeia pelo regime antigo. Assim, os que desejavam operar na UE deveriam estabelecer uma subsidiária dentro do território europeu para serem capazes de prover serviços dentro da UE. Os bancos do Reino Unido, e bancos internacionais sediados na Inglaterra, caem em parte, sob a direta supervisão do *European Banking Supervision*, que define uma capacidade específica de risco aos bancos estrangeiros com subsidiárias na UE, além de outros pré-requisitos para operação dentro do território europeu (ECB, 2023, p. 33). Apesar disso, os bancos residentes no Reino Unido possuem uma participação de 34% em posições internacionais denominadas em euros, além de possuírem a maior participação de ativos e passivos denominados em euro transfronteiriços (ECB, 2023, p. 33).

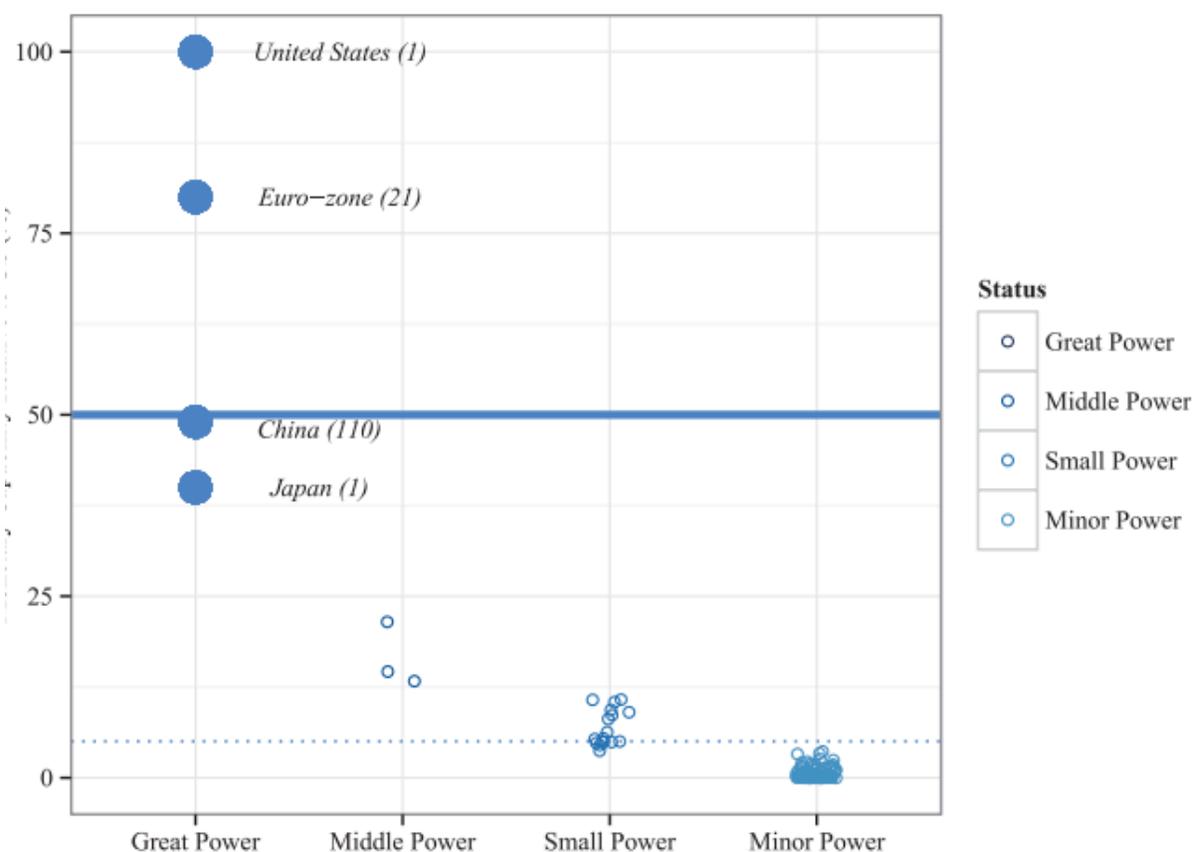
O relatório "*The international role of the euro*" foca no aspecto financeiro do papel da moeda no SMFI, sendo esse um dos fatores chave para apoiar o status

de moeda internacional. Assim, o dólar domina as finanças internacionais porque o mercado de tesouro norte-americano é o mercado mais líquido do mundo (Eichengreen; Gros, 2020, p. 21). Apesar disso, a participação no comércio internacional também é complementar. Um exemplo interessante desta “combinação”, é a China. Enquanto o renminbi chinês representa uma economia que, em termos comerciais, já é maior do que a Zona do Euro, sendo o parceiro comercial mais importante de diversos países, inclusive com perspectivas de superar os Estados Unidos, o renminbi representa um papel muito limitado internacionalmente. Isto é entendido por Eichengreen e Gros como a China tendo percorrido um caminho inverso: “*China’s importance for global trade has developed in advance of its capacity to play a role in international finance*” (Eichengreen; Gros, 2020, p. 22)²².

Um estudo interessante, é o de Norrlof (2014), no artigo “*Dollar hegemony: A power analysis*”. No artigo, ela busca demonstrar a capacidade monetária dos países, definido como “o recurso base requerido para se exercitar a influência monetária” (Norloff, 2014, p. 1048). Baseada nas teorias da literatura sobre moedas internacionais, ela constrói um modelo de medição composta baseado em porcentagens de PIB, comércio e mercado de capitais. Uma das projeções da autora (Figura 3), é de uma figura que organiza os países selecionados de acordo com seu status de poder em uma linha vertical ao longo do eixo x enquanto a variável em consideração, neste caso capacidade monetária, é mensurada ao longo do eixo y. Nesse caso, todos os países são designados em um status de poder: Grande (GP), Médio (MidP), Pequeno (SP) ou Micro (MinP), relacionando essa designação com o tamanho dos pontos na plotagem. O euro era, no momento da modelagem, a única moeda com mais de 50% das capacidades monetárias dos Estados Unidos, sendo, neste caso 80%. Enquanto isso, a China representava aproximadamente 50%, e o Japão 39% (Norloff, 2014, p. 1051).

Figura 3 - Capacidade monetária comparada aos Estados Unidos

²² Tradução própria: “a importância da China para o comércio global de desenvolveu antes da sua capacidade de ter um papel nas finanças internacionais”.



Fonte: Norloff, 2014, p. 1049

Quando o mesmo modelo é projetado para influência monetária, é interessante que, o poder do euro, em conjunto dos outros países é significativamente diminuído, não alcançando nem metade do que é a influência do dólar americano, e nesse momento, a China decai para um nível abaixo inclusive do Japão (Norloff, 2014, p. 1053). No caso da projeção para capacidades militares, em relação aos Estados Unidos, a China e a Zona do Euro decaem de status, passando para *middle power*, e o Japão inclusive perde sua posição relevante no modelo (Norloff, 2014, p. 1053).

Juntando todas estas análises, e os argumentos trazidos, é entendido por Micossi, por exemplo, que é “claro que o euro ainda têm um longo caminho a percorrer para ultrapassar ou mudar seu status para moeda internacional na economia mundial”, e não é nem claro se é algo que o governo europeu almeja (Micossi, 2020, p. 3). Apesar disso, são identificados caminhos, vulnerabilidades e

necessidades à Zona do Euro que podem influenciar na perspectiva da atratividade e sucesso do Euro como um todo, como explicado por Stiglitz (Stiglitz, 2016, p. 34).

Supondo que o objetivo e almejo com a criação do euro seria de criar uma maior integração econômica e política, contribuindo para ajudar a Europa em sua resiliência, a realidade apresentada por Pereira (2017, p. 37), é que “a política tem dificultado a criação dos regimes econômicos que permitam o bom funcionamento do euro”. A posição da moeda europeia, de “segundo lugar” na pirâmide monetária, não é apenas por questões externas, como a dominância norte-americana em relação às outras moedas, mas também por questões internas da crise do euro. Como relata Magalhães, “(...) o *modus operandi* da união monetária agravou a crise do euro, inviabilizou a saída da crise nos países periféricos, e, ainda, acentuou assimetrias econômicas entre os países membros da Eurozona” (Magalhães, 2018, p. 145).

Assim, por diversas óticas, como a do próprio ECB, assim como em análises qualitativas e quantitativas, se identifica que a moeda europeia, apesar de constantemente ser a segunda moeda mais utilizada em diversos indicadores, se encontra em uma disparidade cada vez maior do dólar conforme o passar do tempo. Essa distância agravada entre as moedas não se cria apenas pelo “privilégio do dólar” que aumenta progressivamente, mas também pelos próprios obstáculos dentro da UE, e sua baixa resiliência ao cenário macroeconômico, enfatizando as recorrentes crises econômicas e identitárias que impedem o bloco como um todo de alcançar a autonomia estratégica que é objetivo da UE.

3.4. CONSIDERAÇÕES PARCIAIS

A integração econômica criada pela União Europeia, e o euro em si, são entendidos como produtos de um período histórico específico, sendo resultado e criado em torno das dinâmicas de poder da época. Esta aproximação dos países membros em torno de uma moeda única e objetivos estratégicos “comuns”, trouxe sinais de prosperidade e razões para a análise da capacidade do euro de obter paridade ao dólar americano, tendo rapidamente obtido notoriedade e alavancado

em diversas categorias de uso da moeda. Uma década após a sua criação e a inclusão de diversos novos países membros, a crise de 2008 e suas implicações macroeconômicas geraram uma crise dentro da própria UE, a crise do euro. Esta crise é importante para se analisar a posição no euro no SMFI dado que ela revelou as limitações da moeda em relação à sua capacidade de obter o status de moeda internacional. As crises de dívida pública revelaram a incapacidade do ECB para lidar com as disparidades econômicas dos países membros, assim como as próprias falhas na estrutura do euro em criar meios para atender a marcante diversidade europeia, que implicam em uma própria crise identitária dentro do continente. A limitação do euro, pode ser entendida, como é por Eichengreen (2008), do próprio caso desta ser uma moeda sem estado, onde há uma união monetária, mas não uma união fiscal.

Atualmente, a moeda encontra-se em uma posição dificilmente equivalente ao dólar (Cohen, 2022), apesar de ainda ser identificada como a segunda moeda mais importante do SMFI, pelo próprio ECB (2023). O entendimento é de que, a limitação da moeda europeia como uma das mais notórias *Patrician currencies* dentro da pirâmide monetária, é atribuída a além de questões externas, como a própria dominância norte-americana, mas também pelo próprio *modus operandi* da união monetária. É entendido como um fator comum para o aumento da resiliência do papel internacional do euro, uma maior integração econômica e financeira dos países membros.

4 OS BANCOS CENTRAIS E AS MOEDAS DIGITAIS: O CASO DO EURO

O surgimento das moedas digitais gera diversas mudanças no SMFI, e quando estas surgem por parte de uma emissão pelos bancos centrais, a faceta da digitalização não se torna apenas infraestrutural ou em relação à sua arquitetura, mas também de uma discussão sobre a própria representatividade disso para o futuro da dinâmica da pirâmide monetária. Enquanto as *CBDCs*, as *Central Bank Digital Currencies*, sozinhas não são o suficiente para enfrentar ou mudar as assimetrias no sistema monetário e financeiro internacional, elas permitem, pelo menos em teoria, a quebra de alguns fatores de dominância estruturais antes garantidos pelo dólar (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 10).

Este último capítulo, dividido por meio de duas seções, busca primeiramente explicar as implicações e os requisitos da emissão de uma *CBDC* para os cidadãos do Estado que o emite, assim como para o sistema de pagamentos como um todo. A partir disso, se busca explorar o que o projeto de uma *CBDC* pelo Sistema do Euro, ou seja, o projeto do euro digital, implica para os objetivos da UE como um todo e para a posição do euro na atual dinâmica da hierarquia monetária.

4.1 CENTRAL BANK DIGITAL CURRENCIES (CBDCs)

A digitalização da economia e inovações tecnológicas num geral, assim como as novas tendências de pagamento dos consumidores, alimenta o interesse na possível emissão de uma moeda digital por parte das instituições financeiras, não sendo diferente aos Bancos Centrais, candidatos naturais para emissão da mesma (ECB, 2020b, p. 7). Como apontam Peruffo *et al* (2023, p. 5), a confiança no conteúdo de uma moeda não deveria ser afetada pelo seu formato. Carstens, em uma visão semelhante também nota que,

[...] as long as the foundation of trust provided by central banks is in place, many forms of monetary arrangements can be built on top, using any number of

different technologies ... including ones involving digital currencies issued by central banks (Carstens, 2019, p. 6)²³

Como mencionado no primeiro capítulo deste trabalho, as *CBDCs*, representando a estabilidade e a confiança ao Banco Central, são uma alternativa à primeira geração de criptomoedas, que ainda são vistas como produtos de nicho que não desempenham as funções de uma moeda, no caso, reserva de valor, meio de pagamento e unidade de conta. Não é unidade de conta dada sua volatilidade para precificar mercadorias ou definir salários, ou mesmo para servir como reserva de valor confiável; e é inconveniente para pagamentos, já que requer uma sofisticação tecnológica demasiada avançada ao usuário (Eichengreen, 2022, p. 25).

O dinheiro tem características intrínsecas que são distintas: a sua natureza física, sua capacidade de garantir privacidade em transações de pagamento e a possibilidade de ser utilizada sem uma infraestrutura técnica, que ainda não são satisfeitas por soluções de pagamento eletrônicas, mas que ainda são requeridas por muitos cidadãos (ECB, 2020b, p. 12). Assim, as *CBDCs* podem servir como uma alternativa para permitir aos residentes continuarem a fazer seus pagamentos de forma eletrônica, da mesma forma que fazem hoje com o dinheiro.

Em um sistema financeiro bem desenvolvido, como é o caso em muitos países europeus, a *CBDC* pode não apresentar grande impacto ou valor nos pagamentos domésticos. Porém, em países com baixa inclusão financeira, ou seja, em países onde uma parte significativa da população não tem acesso a serviços bancários como pagamentos, crédito ou uma forma de poupança, a situação é diferente (Boonstra, 2022, p. 6). A *CBDC* ajuda em todos estes casos, nos pagamentos transfronteiriços, ao mesmo tempo que pode ajudar a proteger a autonomia monetária impedindo que as *stablecoins* privadas cresçam tanto que um banco central chegue a perder controle na oferta de dinheiro e na estabilidade financeira (Boonstra, 2022, p. 6)

Retomando também sobre os tipos de *CBDC*, focando na *retail CBDC*, que é a *CBDC* acessível a todos os agentes da economia, ou seja, além de instituições

²³ Tradução própria: “[...] enquanto a fundação da confiança provisionada pelos bancos centrais se manter, muitas formas de arranjos monetários podem ser construídos em cima, usando qualquer número de tecnologias diferentes ... incluindo aquelas envolvendo moedas digitais emitidas por bancos centrais”

financeiras, também as famílias e as empresas, esta pode ser vista como uma forma digital e avançada tecnologicamente do dinheiro dos bancos centrais (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 3). Uma *retail CBDC* é diferente, e inclusive acompanha, as reservas do banco central e o dinheiro, enquanto é aceita com curso legal. A ideia da *retail CBDC*, com sua característica de acesso ao setor privado, é justamente de ser utilizada pelo mesmo para aumentar a conveniência de pagamentos que são realizados de forma eletrônica ou remota, enquanto é conversível em dinheiro ou depósitos (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 3). Assim, é possibilitado o acesso às casas e aos negócios o dinheiro sem risco na forma digital, não sendo apenas denominado na unidade de conta nacional, mas assim como o dinheiro, têm uma “responsabilidade direta” do banco central emissor (Carstens, 2019, p. 4).

É interessante também a faceta da *CBDC*, diferente das criptomoedas, de não ter um objetivo de lucro, já que é emitida por uma instituição pública. Ou seja, concomitantemente com objetivos de política monetária e de estabilidade financeira, a *CBDC* é introduzida não para desencorajar o uso do dinheiro “físico”, mas como parte do que Kuehnlenz *et al* (2023) chama de “Juramento de Hipócrates monetário”, que inclusive encoraja a “coexistência” de diferentes tipos de dinheiros do banco central, como a *CBDC*, as reservas, o dinheiro físico e contas de liquidação, enquanto se houver a demanda destes (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 4). O juramento também entende que as novas formas de dinheiro devem surgir com o foco de apoiar os objetivos do banco central, no aspecto do famoso “*do no harm*”. Afinal, para se garantir a eficiência dos pagamentos, é essencial o diálogo entre os agentes da economia para se evoluir as tecnologias de pagamento, e garantir a inovação monetária, sem a necessidade de os usuários da moeda optarem por instrumentos menos seguros para se fazer pagamentos (Giannini, 2011, p. 7). Ou seja, o desenvolvimento de *CBDCs* exige um compromisso dos bancos centrais com questões tecnológicas, legais e econômicas, e, quando esta emissão é por parte de um órgão público, ela deve ser um problema e decisão nacional (Carstens, 2021, p. 17).

Em 2022, como identificado por Witlox e Bindseil, mais de 90% dos bancos centrais estariam explorando a possibilidade de se emitir uma *retail CBDC*, enquanto mais da metade deles estão as desenvolvendo ou realizando experimentos concretos

(Witlox; Bindseil, 2023, p. 3). E ainda, na perspectiva de tempo, dois terços destes bancos centrais entendem que é possível emitir uma *retail CBDC* no curto ou médio prazo (Witlox; Bindseil, 2023, p. 3). Agustín Carstens entende que um dos impulsionadores dos esforços dos bancos centrais na criação das *CBDCs* acabou sendo a pandemia do Covid-19, mas que estes projetos não surgem como reação a estes eventos, ou até mesmo às criptomoedas, mas sim com a intenção de se ter o papel catalítico na inovação e eficiência de pagamentos (Carstens, 2021, p. 17).

Os impactos da emissão de uma *CBDC* no setor bancário, na política monetária, e principalmente na estabilidade financeira, são enfatizados pelo ECB em seu relatório de investigação sobre a moeda digital. Eles entendem que, dependendo das características da moeda como forma de investimento, ela poderá induzir os depositantes a transformar os seus depósitos nos bancos comerciais em passivos do banco central (ECB, 2020b, p. 18). Por exemplo, isso pode causar um aumento nos custos de *funding* dos bancos, que pode causar um aumento nas taxas de juros nos empréstimos bancários, restringindo o volume de crédito na economia. A estabilidade financeira é, de acordo com os próprios objetivos do ECB, uma prioridade, e um aumento de riscos deve ser evitado (Witlox; Bindseil, 2023, p. 4). Uma consideração relevante também é o desenvolvimento no mecanismo de transmissão da política monetária à economia real, já que as taxas de empréstimos ou depósitos reagem de forma lenta às mudanças nas taxas de referência, e com uma moeda digital remunerada, as mudanças em taxas por parte da política do banco central seriam refletidas mais diretamente nas taxas que as empresas e famílias recebem (Passacantando, 2021, p. 120).

A questão da privacidade e das informações sensíveis dos agentes econômicos, possíveis de serem obtidas e retidas pelos bancos centrais, também surge com a introdução das *CBDCs*. Enquanto, diferente de provedores privados de serviços de pagamentos, não existe um interesse comercial por parte dos bancos centrais em dados de consumidores, a moeda digital cria um papel de um terceiro, que seja neutro, e que tenha a capacidade de auditar o sistema de pagamento para monitorar a *compliance* com as regras de privacidade (Passacantando, 2021, p. 122).

Existe uma necessidade para se mitigar e reconhecer a probabilidade de acidentes de segurança cibernética, da qual as instituições financeiras e suas infraestruturas estão sempre ameaçadas. Instabilidades em esquemas de pagamento de cartões, no *online banking* ou até na retirada de dinheiro por meio de ATMs (*automated teller machines*), podem afetar o comércio e a confiança no sistema financeiro em geral. A *CBDC* pode tanto surgir no caso de ser um mecanismo de contingência para momentos em que meios de pagamento privados não estariam disponíveis, já que compõe um canal de transações separado (ECB, 2020b, p. 15), assim como pode afetar a imagem do banco central no caso de instabilidades em suas próprias funcionalidades. Nesse caso, uma perda de reputação pode ocorrer no caso da própria implementação ser atrasada, se a estrutura de TI que apoia a moeda digital provar ser instável, ou ainda se os serviços da moeda digital forem utilizados fora do *framework* aplicado aos agentes econômicos e forem associados a atividades criminosas como lavagem de dinheiro ou o financiamento de atividades terroristas (ECB, 2020b, p. 20).

Nesse caso ainda, é importante apontar que a maior parte das propostas de *CBDCs* atualmente são no método de *account-based*, ligadas a um esquema de identificação claro (Carstens, 2021c, p. 13). O BIS entende que é importante poder traçar as grandes transações a um indivíduo ou entidade, como nos casos de controle ao uso transfronteiriço da moeda. Este controle pode ser pela restrição do acesso para se reduzir o risco de um fluxo volátil e de substituição da moeda na economia recebedora da transação. Enquanto as *token-based CBDCs* são consideradas, são principalmente nos casos de menores transações com limites claros e garantias.

Um dos principais riscos com a introdução de uma *CBDC*, de acordo com Passacantando, é de a nova moeda não ser bem sucedida entre o público, principalmente considerando o alto investimento necessário em tecnologia e infraestrutura para mitigar todos os riscos apresentados. No caso da UE, por exemplo, países mais conservadores, ainda com pagamentos orientados por dinheiro, iriam continuar o utilizando, e países que já utilizam instrumentos digitais iriam continuar os utilizando, dados os serviços geradores de valor que eles oferecem em relação à *CBDC* (Passacantando, 2021, p. 126). Assim, o tempo de implementação do projeto

demonstra ser um fator decisivo, dado que na atual dinâmica, o primeiro que “reagir”, seja uma instituição financeira privada, ou um banco central estrangeiro, pode adquirir uma posição dominante mais duradoura.

É entendido pelo gerente-geral do BIS, Agustín Carstens, que as *CBDCs* serão parte de um ecossistema com provedores privados, que podem inclusive representar oportunidades para novos *players* no mercado de pagamentos (Carstens, 2021c, p. 7). A disrupção dos mercados por novos *players* faz parte do que ele associa à “destruição criativa” schumpeteriana. Uma maior competição pode expandir a questão de menores taxas transacionais, reguladas pelos bancos centrais, e encorajar inovações (Carstens, 2021c, p. 7).

Na perspectiva da *currency triangulation*, explicada anteriormente, é entendido que, dada a dependência de sistemas de correspondência bancária, focados majoritariamente no dólar, as transferências internacionais de moeda são muito custosas, dado que requerem o pagamento de taxas a dois bancos, nos países que enviam e recebem o dinheiro, com a intermediação do SWIFT (Eichengreen, 2022, p. 26). O papel do SWIFT, de sistema “mensageiro” supervisionado pelos bancos centrais do G10, incluindo o FED, é de permitir a troca de informações interbancárias pelos pagamentos internacionais. É entendido por Eichengreen (Eichengreen, 2022, p. 26), que a substituição deste processo por uma *CBDC* pode diminuir significativamente este custo e atribuir maior autonomia a um banco central. Isso, em contraste com a recente importância atribuída à estas instituições financeiras, como observado pelas exclusões dos bancos russos do SWIFT, da desintegração do sistema de correspondência bancária e do uso das sanções financeiras:

[...] permite a idealização de que os arranjos entre as moedas digitais dos bancos centrais podem aliviar alguns dos problemas recentes, apesar de não serem o suficiente para se diminuir a dependência do dólar²⁴ (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 7, tradução própria).

A discussão a respeito do estabelecimento de *CBDCs* interoperáveis, iria requerer uma abordagem internacional coordenada e liderada por bancos centrais e

²⁴ No original: “While interoperable *mCBDC* arrangements may alleviate some of the current issues, changes to the existing infrastructure alone may not be enough if one aims to decrease dollar dependence”.

policymakers. Se as *CBDCs* domésticas forem criadas sem a dimensão internacional planejada, os diversos padrões e variedades de modelos de moedas digitais podem surgir e causar futuros problemas para a operacionalização do SMFI, de forma que as melhorias nos pagamentos transfronteiriços não iriam ocorrer (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 5). Outra faceta a respeito destes arranjos, é a possibilidade de se estabelecer uma maior estabilidade financeira no SMFI com um peso internacional semelhante atribuído em relação ao status das moedas como reserva de valor. Com um sistema internacional mais “multipolar”, é argumentado que, apenas onde existir a garantia da compatibilidade entre estes padrões e também da interoperabilidade entre diversas *CBDCs*, que seriam possibilitados os pagamentos transfronteiriços, reduzindo a dependência de um sistema bancário de correspondência ineficiente e a dependência do dólar americano para a “*currency triangulation*” (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 8).

Economias importantes globalmente, como a China, podem acabar vendo a emissão de uma *CBDC*, como aponta Eichengreen, como um meio de se realçar a atração de sua moeda assim como “diminuir” a dominância do dólar (Eichengreen, 2022, p. 29). O contexto particular e específico da China estimula um progresso avançado em direção à adoção de sua *CBDC*, sendo um dos projetos mais maduros atualmente, onde apenas a versão piloto desta moeda pelo People’s Bank of China já possuía 261 milhões de usuários em 2022 (Peruffo; Cunha; Haines, 2022b, p. 10).

Enquanto existem esforços dos Estados Unidos de se realizar uma armamentização do dólar, como foi em 2018 com a empresa de alumínio russa, a Rusal, países como a China podem acabar tomando medidas preventivas em relação à proteção de seu comércio. Nesse caso, por meio de instrumentos legais, se tornou inacessível o uso de sistemas financeiros na base do dólar pela empresa, levando a consequências devastadoras à mesma. Encorajar os países a aceitar a sua moeda como meio de pagamento é uma dessas medidas preventivas, e a emissão de uma *CBDC* pode tornar esta opção mais conveniente e atrativa (Eichengreen, 2022, p. 29).

Enquanto o “ser digital ou não” não muda o conteúdo da moeda,

[...] é possível argumentar que sendo a primeira *CBDC*, isso significa que a moeda chinesa vai ser capaz de ocupar espaços que o dólar ainda não

consegue adentrar, contribuindo para reforçar e eventualmente mudar o conteúdo da moeda, o que pode contribuir para aumentar a capacidade do *renminbi* a desafiar o dólar²⁵ (Peruffo; Cunha; Haines, 2022b, p. 12, tradução própria)

Como Carstens explicita, as *CBDCs* “[...] *intend to be a technologically superior representation of the national currency*” (Carstens, 2021b, p. 16)²⁶. Assim, na próxima seção, a partir dos conceitos e possíveis dinâmicas de arquitetura exemplificadas neste primeiro momento, irá se buscar realizar uma discussão sobre as perspectivas atuais do euro digital, que atualmente se encontra em período de avaliação.

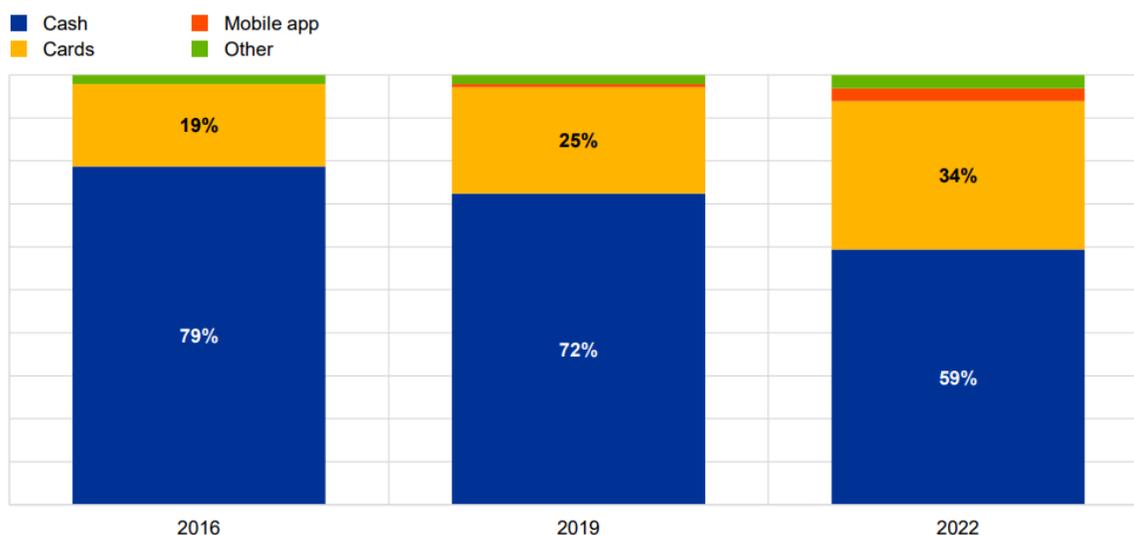
4.2 O EURO DIGITAL

Assim como em outras regiões, a participação do dinheiro físico como instrumento de pagamento vem decaindo, e na Zona do Euro a situação não é diferente. Como podemos observar, a participação de cada meio de pagamento nas transações, sendo no Gráfico 9 pelo número de transações, e no Gráfico 10 por valores, podemos reparar a diminuição da participação do dinheiro nesta análise, assim como o aumento da significância dos cartões entre 2016 e 2022. A principal queda nas transações com dinheiro é atribuída à pandemia, com uma queda de 20 p.p. entre 2016 e 2022. Apesar dos pagamentos digitais estarem subindo, é importante assinalar que o dinheiro permanece importante em alguns países da UE.

Gráfico 9 - Participação dos meios de pagamento utilizados em pontos de venda em termos do número de transações entre 2016 e 2022 na Zona do Euro

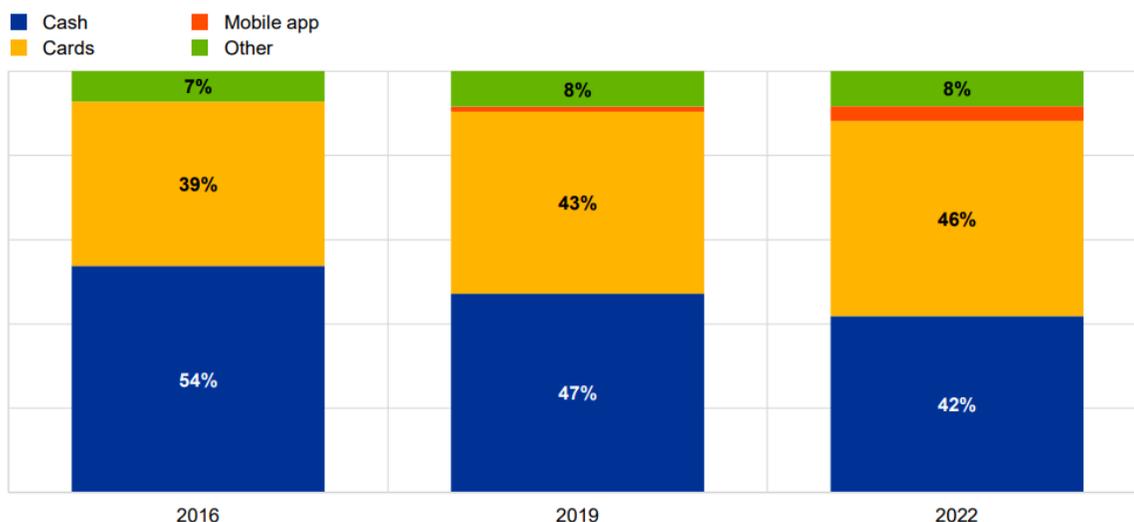
²⁵ No original: “[...] *it is possible to argue that being the first CBDC, means that the Chinese currency will be able to occupy spaces that the dollar cannot enter yet. This movement can contribute to strengthen and eventually change the content of the Chinese currency, which would contribute to increase the renminbi’s capacity to challenge the dollar*”.

²⁶ Tradução própria: “[...] têm a intenção de serem uma representação tecnologicamente superior da moeda nacional”



Fonte: ECB, 2022, p. 14.

Gráfico 10 - Participação dos meios de pagamento utilizados em pontos de venda em termos do valor das transações entre 2016 e 2022 na Zona do Euro



Fonte: ECB, 2022, p. 14.

No caso da Áustria, Alemanha, Itália e Irlanda, estes ainda possuem uma preferência em pagamentos em dinheiro, principalmente quando focamos no instrumento de pagamento para pequenas transações, possível de contrastar com as informações observadas nos Gráficos 9 e 10, onde o dinheiro vence em números de transações, mas os cartões ganham força em valores de transações. Na Holanda, a situação já é diferente, onde o uso do dinheiro decai rapidamente, e ainda fora da Zona

do Euro, em países como a Suécia, o dinheiro está “próximo de desaparecer” (Passacantando, 2021, p. 117).

Apesar disso, a velocidade da inovação é acelerada, e os residentes vêm demonstrando uma preferência pelos pagamentos digitais no geral. Isso levanta questões, como demonstrado na seção anterior, sobre as próprias funções e capacidades de um Banco Central e de seu Estado soberano. Isso atribui a função presente aos bancos centrais de compromisso em manter a confiança na moeda que ele emite, adaptando a “forma” do dinheiro e os serviços de pagamentos que eles provisionam para as mudanças nas formas que as pessoas gastam, poupam e investem (European Central Bank, 2020b, p. 7). No caso do Sistema do Euro, é, além disso, entender e atender as diferenças entre uma união econômica e monetária, promovendo o papel catalítico do ECB de se ter cada vez mais iniciativas europeias numa situação de fragmentação (Passacantando, 2021, p. 120).

A fase de investigação sobre um possível Euro Digital teve seu primeiro reporte divulgado em 2020, com o “*Report on a digital euro*”, publicado pelo ECB, que foca nos principais achados sobre os possíveis benefícios e desafios, assim como os problemas legais, funcionais e técnicos associados à introdução de uma *CBDC* europeia. Neste relatório são entendidos alguns requerimentos para a viabilização do projeto, mas num panorama geral, exige ao banco central “*the capacity to innovate, without compromising security aspects*” (European Central Bank, 2020b, p. 7)²⁷. O *Eurosystem* é responsável pelos residentes do continente europeu, mas ele também é responsável para garantir que seus cidadãos tenham o valor de seus instrumentos de pagamentos estáveis ao longo do tempo, independente se for dinheiro físico ou digital, enquanto se mantenha também uniforme a quantidade de bens e serviços que eles podem comprar com estes instrumentos. A visão geral, a respeito do euro digital é que

[...] the term digital euro denotes a liability of the Eurosystem recorded in digital form as a complement to cash and central bank deposits. The analysis focuses on the design of a digital euro for use in retail transactions available to the general public – that is, including citizens and non-bank firms – rather than only being available to traditional participants (typically banks) in the

²⁷ Tradução própria: “a capacidade de inovar, sem comprometer aspectos de segurança”.

large-value payment system managed by the central bank. (European Central Bank, 2020b, p. 7)²⁸

Em outras palavras, o euro digital será “dinheiro do banco central para pagamentos de *retail*, feito por cidadãos e negócios por toda a Zona do Euro” (Witlox; Bindseil, 2023, p. 7). Assim, os casos prioritários para uso da moeda serão os pagamentos de pessoa física à pessoa física, o pagamento de bens e serviços em comércios físicos ou *online (e-commerce)*, e os pagamentos ao governo, como no caso de impostos, ou pelo governo, como no caso de subsídios (Witlox; Bindseil, 2023, p. 9). Na perspectiva legislativa da Comissão Europeia, é esperado que o euro digital tenha curso legal em toda a Zona do Euro, um alto nível de privacidade, ao mesmo tempo que minimiza a lavagem de dinheiro e riscos de financiamento terrorista, serviços básicos sem cobrança, em conjunto com incentivos econômicos para intermediários o distribuírem, funcionalidades *online* e *offline* e por fim, que se tenham limites de retenção mantendo um equilíbrio entre os depósitos bancários e a moeda do banco central (Witlox; Bindseil, 2023, p. 13).

O projeto de um possível euro digital é motivado então por duas forças: a digitalização e as disrupções no sistema de pagamentos, e o desejo por um sistema de pagamentos mais unificado e autônomo europeu. É entendido por Brunnermeier e Landau que estas forças trabalham em direções opostas, de forma que a digitalização tende a segmentar e organizar o espaço econômico ao redor de fronteiras tecnológicas que não possuem um vínculo direto com a UE (Brunnermeier; Landau, 2022, p. 45). O euro digital pode possibilitar os cidadãos da Zona do Euro a obterem os benefícios do dinheiro digital, enquanto protege a uniformidade da moeda, sendo uma âncora e pilar do sistema de pagamentos europeu único, assim superando esta “contradição”.

A possível emissão de uma moeda digital por parte do Banco Central Europeu deve garantir que o euro mantenha seu forte apoio dos residentes e também se mantenha como símbolo da união da Europa, reconhecendo o risco do valor simbólico

²⁸ Tradução própria: “[...] o termo euro digital representa um passivo do Sistema do Euro emitido em formato digital como complemento de numerário e de depósitos do banco central. A análise foca no *design* do euro digital para uso em transações comerciais disponíveis ao público geral – incluindo cidadãos e empresas que não são instituições financeiras – invés de ser apenas disponível aos participantes tradicionais (normalmente bancos) no sistema de pagamentos de grande valor gerido pelo banco central.”

das notas e moedas físicas do euro diminuir em conjunto com a diminuição da utilização de dinheiro físico (ECB, 2020b, p. 12).

O fator da autonomia econômica europeia é reforçado no contexto de outros bancos centrais poderem elevar o status de suas moedas internacionalmente a custo do euro, no caso destes escolherem emitir suas próprias *CBDCs* (ECB, 2020b, p. 15). O euro digital é entendido pelo Banco Central Europeu como oportunidade para estimular a demanda pelo euro por investidores, onde uma abordagem cooperativa entre o uso das moedas digitais dos diferentes bancos centrais pode aumentar a acessibilidade entre os residentes, dentro ou fora da UE, ao euro:

The digital euro should be potentially accessible outside the euro area in a way that is consistent with the objectives of the Eurosystem and convenient to non-euro area residents (ECB, 2020b, p. 15).²⁹

O uso do euro digital de forma transfronteiriça implica em mudanças nos fluxos de capitais e possivelmente na taxa de câmbio da moeda, dependendo das suas características estruturais com sistemas de pagamentos não pertencentes à UE. Assim, um dos requerimentos identificados pelo ECB para o desenvolvimento do Euro digital é a do uso condicional para não residentes da Zona do Euro (ECB, 2020b, p. 23). Isso quer dizer que a moeda deve ter um *design* com condições específicas para acesso e uso de não-residentes para garantir que estes não irão contribuir para fluxos de capitais excessivamente voláteis. Essas condições, de acordo com o ECB, podem ser do tipo de limitações nas políticas de remuneração de *holdings* de euro digital para não residentes (ECB, 2020b, p. 23). Este aspecto do acesso geográfico, deve ser definido em legislação para pagamentos em euro digital dentro da Zona do Euro, pagamentos na moeda digital transfronteiriços, e em seu uso por visitantes (Witlox; Bindseil, 2023, p. 5). Dessa forma, Panetta (2021, p. 3) argumenta que o euro digital deve ser construído de uma forma que se torna atrativo o suficiente a utilização dele largamente como meio de pagamento, mas que ao mesmo tempo previne que ele se torne tão bem sucedido como reserva de valor que expulsa o dinheiro privado e aumenta o risco de corridas aos bancos.

²⁹ Tradução própria: “o euro digital deve ser potencialmente acessível fora da zona do euro de forma que é consistente com os objetivos do Sistema do Euro e conveniente à não residentes da Zona do Euro.”.

A mais recente atualização do ECB a respeito do euro digital é que suas motivações para emissão ainda são relevantes, e os principais benefícios associados à ela seriam “o apoio à competição, digitalização e inovação, reforçando a autonomia estratégica europeia e a resiliência do sistema de pagamentos afim de garantir aos cidadãos europeus a opção de um meio de pagamento público em um mundo digitalizado³⁰” (ECB, 2023b, p. 6, tradução própria). Além disso, foi identificado como viável o *design* de produto e a perspectiva de distribuição para um euro digital, atendendo as necessidades dos usuários e os requerimentos do Sistema do Euro. Assim, a decisão é por se continuar o trabalho no projeto, passando para a fase de preparação, apesar de não se ter uma decisão formal sobre sua emissão (ECB, 2023b, p. 6).

Independente da opção de arranjo monetário escolhido pelo ECB,

[...] monetary arrangements in the euro area should continue to be based on the complementarity and cooperation between public and private issuers of money. That complementarity has served the public well over the last decades. It brings a positive combination of private initiative, competition, and innovation, with the stability and uniformity provided by central bank money. (Brunnermeier; Landau, 2022, p. 46)³¹

Assim, a justificativa para o euro digital se mantém sendo de manter o equilíbrio em um ambiente de constantes e rápidas mudanças, de forma que seu sucesso “será determinado pela habilidade dos diferentes atores de preservarem as complementaridades e sinergias entre suas respectivas ações” (Brunnermeier; Landau, 2022, p. 46, tradução própria)³².

A UE indica que um de seus objetivos é alcançar o que é conhecido como a autonomia estratégica (Passacantando, 2021, p. 127). Isso pode ser entendido, como é por Boonstra, como um alto nível de independência econômica, política e militar

³⁰ No original: “*supporting competition, digitalisation and innovation, strengthening European strategic autonomy and enhancing the resilience of our payments system to ensuring that euro area citizens have a public payment option in an increasingly digitalised world*”.

³¹ Tradução própria: [...] os acordos monetários na área do euro deverão continuar a basear-se na complementaridade e na cooperação entre emitentes públicos e privados de dinheiro. Essa complementaridade serviu bem ao público nas últimas décadas. Traz uma combinação positiva de iniciativa privada, concorrência e inovação, com a estabilidade e uniformidade proporcionadas pela moeda do banco central.

³² No original: “*Its success will be determined by the ability of different actors to preserve the complementarities and synergies between their respective actions.*”

(Boonstra, 2022, p. 2). Considerando o poder financeiro dos Estados Unidos que ultrapassa fronteiras, um euro digital “bem-desenvolvido” não é apenas necessário para se reforçar a posição internacional do euro, mas também garantir que a posição atual não seja mais desgastada pelo desenvolvimento chinês em sua própria *CBDC*, e no *renminbi* no geral (Kuehnlenz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 8). O crescimento estagnado do euro como moeda internacional, como demonstrado no capítulo anterior, não é causado pela “ausência” de um euro digital, e sua chegada também não irá resolver estes problemas (Boonstra, 2022, p. 5). O próprio ECB, em uma visão semelhante, entende que a posição internacional de uma moeda é baseada em seus fundamentos e que a própria contribuição do euro digital pode ser vista como de importância limitada (ECB, 2020b, p. 21). Assim, no contexto do nível de maturidade do *renminbi* digital, como discutido na seção anterior, o uso da moeda chinesa como instrumento geopolítico, possibilitado pela digitalização da moeda, que facilita transações internacionais, permite uma alternativa aos países que desejam evitar sanções, independência dos sistemas de pagamento norte-americanos, e uma diminuição dos custos transacionais, dada esta descentralização dos pagamentos (Boonstra, 2022, p. 5).

É entendido que, conforme se observa o aumento do uso de uma moeda em comércio internacional, isto vai ser traduzido automaticamente em um aumento no *market share* nas reservas e depósitos internacionais (Boonstra, 2022, p. 6). Assim, a promoção do uso do *renminbi* digital na África, é visto por Boonstra como uma ação direcionada à diminuição da posição do euro (Boonstra, 2022, p. 6). A área do franco CFA, nas antigas colônias francesas, representa ainda um aspecto importante da orientação Europeia à África, e em grandes partes da região ainda é entendido como uma relíquia dos tempos coloniais. Com o crescimento do *renminbi* como moeda comercial, também é esperado que sua posição como reserva internacional siga em conjunto (Boonstra, 2022, p. 6).

Dessa forma, é essencial o protagonismo europeu no papel como inovador, introduzindo as *CBDCs* e sua autonomia monetária. Enquanto a situação atual de transações internacionais é lenta e de alto custo, os bancos centrais podem criar uma alternativa rápida e barata, alinhada com os desejos de seus cidadãos (Boonstra, 2022,

p. 7). No caso da influência americana ao SWIFT, como mencionado anteriormente, monitorando as transações realizadas e tendo o poder de excluir países desta infraestrutura bancária, o *Eurosystem* se torna obrigado a cumprir sanções políticas, mesmo sem a aderência direta aos Estados Unidos. O cenário possibilitado pelos sistemas nacionais de *CBDCs* é de que os pagamentos internacionais também podem ser liquidados com relativa facilidade fora do SWIFT, aumentando sua autonomia (Boonstra, 2022, p. 8).

De forma resumida, o euro digital pode mudar a posição internacional do euro como um todo no SMFI de três principais formas, como identificado por Brunnermeier e Landau. Consolidando a posição do banco central, impedindo as *stablecoins* privadas de afetarem a autonomia monetária do banco central; fundamentando a condição de autonomia estratégica da qual a UE deseja, em conjunto com investimentos em defesa e indústria, mas muito pela conexão entre os sistemas nacionais de *CBDCs*, que diminuem a dependência de sistemas como o SWIFT; e por fim, garantindo o protagonismo europeu no contexto do avanço significativo do *renminbi* digital, onde o euro pode se tornar não só ofuscado pelo dólar, mas também pela moeda chinesa (Boonstra, 2022, p. 9; Brunnermeier; Landau, 2022, p. 44). Se torna essencial a maior análise sobre o futuro do euro digital, e sobre as perspectivas de cooperação entre os sistemas de *CBDC*, assim investigando se o protagonismo europeu será capaz de garantir a autonomia estratégica desejada pela UE.

4.3 CONSIDERAÇÕES PARCIAIS

A nova moeda digital europeia é uma oportunidade para o sistema de pagamentos europeu desenvolver a sua eficiência, e em sua composição de *retail*, ser inovador enquanto melhora o mecanismo de transmissão da política monetária e o papel do euro como moeda internacional. Atualmente em período de preparação e avaliação, é compreendido que a contribuição do euro digital em relação ao papel internacional da moeda será limitada, dado que a importância de sua moeda é baseada em seus fundamentos. Apesar disso, ainda se torna essencial um protagonismo europeu em relação à emissão de sua *CBDC* para garantir a autonomia estratégica e independência política da UE, dada a “armamentização” da moeda norte-americana por meio dos

sistemas de pagamento interbancários, por meio da descentralização que o sistema de pagamentos de uma *CBDC* possibilita. Ademais, em paralelo, também é importante a garantia da inovação em um contexto de outros bancos centrais adentrarem primordialmente estes espaços ainda não preenchidos pelo dólar, e eles mesmos serem catalisadores da inovação, diminuindo ainda mais o papel desta moeda patrícia que é o euro.

5 CONCLUSÃO

Durante o desenvolvimento deste trabalho, se tinha como objetivo avaliar a questão principal proposta: “o que a criação da versão digital da moeda europeia representa para o posicionamento do euro no SMFI?”. Se buscou atender ao objetivo do trabalho por meio de algumas etapas. Primeiramente, consolidando e estabelecendo conceitos sobre a moeda e a hierarquia monetária no primeiro capítulo do trabalho, assim como entendendo o que é uma moeda internacional, que torna possível a investigação a respeito do papel do euro no SMFI. Assim, se buscou realizar uma avaliação tanto em relação à sua formação e contexto histórico de nascimento, quanto o que é possível de se observar da experiência do euro desde seu surgimento, para enfim partir para uma análise sobre qual a posição da moeda europeia na pirâmide monetária. A partir disso, que se pode entender as vantagens e desvantagens assim como possibilidades de uma *CBDC* para poder se falar sobre o projeto e as implicações do euro digital.

A proposta metodológica para atender a este objetivo foi uma revisão de literatura, em específico a metassíntese, que conta com a análise, interpretação e integração de trabalhos advindos de diferentes autores (MATHEYS, 2009). A abordagem do trabalho referente à análise de dados foi tanto qualitativa quanto quantitativa, que permitiu uma maior confiança sobre os dados não serem produtos de diferentes procedimentos que poderiam ter sido aplicados (Goldenberg, 2004, p. 62). Tanto os dados qualitativos quanto os dados quantitativos foram resgatados majoritariamente de relatórios de instituições multilaterais como o FMI, BIS e bancos centrais, também contando com consultas a bases de dados nas plataformas do Banco Mundial (WORLD BANK, 2023) e do FMI (IMF, 2023), para complementar as informações disponíveis de cada uma das diferentes instituições. Além disso, foi utilizado o enfoque analítico da Economia Política Internacional para o estudo das relações, estruturas e processos internacionais.

Considerando a maturidade avançada de alguns projetos de *CBDC*, como é o caso chinês, é relevante entender o anúncio de lançamento da primeira moeda estatal digital como um movimento único, que ao mesmo tempo desafia o espaço das moedas

digitais privadas e do dólar estadunidense (Peruffo; Cunha; Haines, 2022a, p. 3). Adentrando espaços ainda não preenchidos pelo dólar, uma *CBDC* pode tanto diminuir a participação estadunidense, como reduzir ainda mais o espaço preenchido por outras moedas. Sendo o euro a segunda moeda mais utilizada em diversos âmbitos internacionais, se enxerga a oportunidade e relevância da pesquisa proposta neste trabalho.

Assim, o trabalho possuía três objetivos secundários. O primeiro destes era de estudar a estrutura de poder subjacente no SMFI e a competição entre moedas domésticas que caracteriza este sistema. É entendido neste trabalho, que dada a dinâmica do “privilégio exorbitante”, assim como a ideia de paradigma da moeda dominante, além do verificado por dados quantitativos, o dólar é a moeda que ocupa a primeira posição da pirâmide monetária. O segundo destes era analisar o processo de construção da moeda europeia, inclusive seus aspectos de internacionalização por meio de uma análise de dados temporais, tanto qualitativos quanto quantitativos. O euro, entendido por Cohen, como uma das mais marcantes “*Patrician currencies*”, que seriam as moedas cujo uso para diversos propósitos entre as fronteiras, apesar de significativos, seriam algo um pouco menos que dominante, e da qual a popularidade, enquanto extensa, é algo menor que global (Cohen, 2011, p. 12), é justamente uma das moedas que se encontra no segundo lugar entre muitas categorias de uso e indicadores monetários. Apesar da perspectiva referente ao Bloco Econômico Europeu ser favorável e positiva em seu lançamento, consolidado por aumentos significativos no PIB dos países membros, também reforçado pela expansão da Zona do Euro na primeira década dos anos 2000, com a repercussão de crises financeiras como a crise de 2008, essa perspectiva se altera significativamente.

É entendido que, dadas as limitações do euro, como os problemas de dívidas públicas, evidenciados pelas próprias falhas na estrutura do euro, assim como pela incapacidade do ECB para lidar com as disparidades econômicas dos países, e de execução da sua política de pleno emprego (Aglietta, 2013. p. 37), o uso do euro como moeda internacional é comparado atualmente com o papel combinado que o franco francês e o marco alemão ocupavam antes da concepção do euro, sem perspectivas de superar o poder estrutural dos Estados Unidos e do dólar (Micossi, 2020, p. 1). Dessa

forma, nesse objetivo secundário do trabalho, foi entendido que esta posição da moeda europeia de “segundo lugar” na pirâmide monetária, não se apresenta apenas por questões externas, como a dominância norte-americana em relação às outras moedas, mas também por questões internas da crise do euro, reveladas com seu amadurecimento.

Sendo assim, o outro objetivo secundário do trabalho era de analisar o papel das *CBDCs* no SMFI a partir do projeto do euro digital. Como o próprio Agustín Carstens menciona, as *CBDCs* têm a intenção de serem uma representação tecnologicamente superior da moeda nacional (Carstens, 2021b, p. 16). As *CBDCs*, diferentemente de outras formas de dinheiro digital privado, possui a soberania do Estado envolvida em seu funcionamento, o que implica que, dado que apenas o Estado, pelo seu poder de criar e impor leis fiscais, que pode exigir o uso de sua moeda dentro de um país, a moeda emitida pelo Estado que ocupa o primeiro lugar da hierarquia monetária dentro de uma nação (Bell, 2001, p. 160).

Um dos aspectos importantes das moedas digitais emitidas por bancos centrais é em relação à viabilização de uma possível descentralização de instituições multilaterais internacionais. Dado que atualmente, as transferências monetárias internacionais são custosas e intermediadas pelo SWIFT, uma compatibilidade entre as infraestruturas de pagamento das *CBDCs* poderia diminuir significativamente este custo e atribuir maior autonomia a um banco central (Eichengreen, 2022, p. 26). Isso exigiria uma estratégia de cooperação internacional entre os bancos centrais, que permitiria além das vantagens da descentralização, como a redução da dependência de um sistema bancário de correspondência ineficiente e da dependência do dólar americano para a “currency triangulation”, também a possibilidade de se estabelecer uma maior estabilidade financeira no SMFI com um peso internacional semelhante atribuído em relação ao status das moedas como reserva de valor (Kuehnlitz; Orsi; Kaltenbrunner, 2023, p. 8).

No caso específico do euro digital, a propensão à utilização do dinheiro físico para os meios de pagamentos digitais varia muito na extensão da UE, assim como as situações e necessidades econômicas. Com as diferenças entre os países membros da união econômica e monetária, o ECB tem um papel importante ao promover iniciativas

européias em uma situação de fragmentação identitária por parte de seus cidadãos (Passacantando, 2021, p. 120). Assim, o projeto atual do euro digital, de ser uma *retail CBDC*, é focado em atender as famílias e negócios da Zona do Euro, tendo curso legal em toda a UE. Como *CBDC* europeia, se busca uma manutenção do euro como símbolo da união da Europa como um todo e um papel catalítico por parte do ECB para garantir sua autonomia, além da autonomia estratégica europeia, no contexto de outros bancos centrais poderem elevar o status de suas moedas internacionalmente a custo do euro, no caso destes escolherem emitir suas próprias *CBDCs* (ECB, 2020b, p. 15).

No contexto do crescimento estagnado do euro como moeda internacional, não é entendido nem pelos autores escolhidos para o desenvolvimento deste trabalho nem pelo ECB como se a chegada do euro digital não fosse de importância limitada (Boonstra, 2022, p. 5; ECB, 2020b, p. 21), mas ao mesmo tempo ela é essencial. O protagonismo europeu em evolução e inovação é importante e a digitalização da moeda impacta a posição internacional do euro de três principais maneiras: consolidando a posição do banco central, em detrimento das moedas digitais privadas, fundamentando a autonomia estratégica buscada pela UE e por fim, reforçando a posição da moeda no SMFI, garantindo que o avanço do *renminbi* digital não ofusque a moeda europeia (Boonstra, 2022, p. 9; Brunnermeier; Landau, 2022, p. 44).

Os objetivos do trabalho, em sua ordem de construção e de resposta, foram essenciais para responder à pergunta central do trabalho. Além disso, ao analisarmos a criação das moedas digitais na perspectiva da hierarquia de poder monetário, foi permitido o entendimento sobre aspectos estruturais e relativos, as limitações e restrições do poder de cada agente pertencente à essa hierarquia, tanto no próprio protagonista do trabalho, que é o euro, quanto no poder hegemônico do dólar e da viabilidade do *renminbi* de superar essas limitações para alcançar o primeiro lugar desta pirâmide. As *CBDCs*, muito mais do que uma simples digitalização das moedas nacionais, representa oportunidades e espaços atualmente não ocupados ou aproveitados pelo dólar e pode alavancar necessidades estratégicas dos países que as emitem, assim como promover uma cooperação internacional em suas infraestruturas, e o banco central que tiver o papel catalítico nesta, pode alcançar uma vantagem competitiva difícil de ser alcançada posteriormente.

Neste cenário, é importante mencionar alguns dos limites do trabalho, em relação à sua contribuição. Atualmente, o euro digital ainda segue em fase de avaliação, não se tornando possível avaliar seu amadurecimento, ou seu próprio nascimento, assim como garantir que suas premissas não serão alteradas. Há muito espaço a ser explorado para se analisar a movimentação dos grandes bancos centrais à emissão de uma *CBDC*, assim como os passos a serem tomados pelo *Eurosystem* em geral, em relação às possíveis mudanças estruturais, essenciais para a saúde dos países membros da UE. Se entendem como oportunidades futuras de pesquisa, uma maior exploração sobre a relação entre os bancos centrais que emitem as outras *Patrician currencies*, como o Banco do Japão, responsável pelo iene, que também possui seu projeto de moeda digital, no sentido de melhor análise sobre uma possível descentralização das atuais instituições multilaterais. Além disso, a própria demanda do euro como ativo é interessante de ser analisada. Poderia enriquecer e proporcionar um melhor entendimento sobre a posição da moeda europeia no SMFI, em relação ao atual fluxo de capitais e utilização da moeda pelos diferentes agentes. Isso é interessante dado que, neste trabalho foi analisado majoritariamente o próprio relatório do ECB sobre o papel internacional do euro, que, como pontuado por Cohen, possui uma concretude atribuída à realidade seriamente deslocada, dada a escolha de seus indicadores não ser tão robusta e se ter ceticismo sobre o viés do banco central na construção de seus dados (Cohen, 2011, p. 15).

REFERÊNCIAS

ANDRADE, A. O papel do Banco Central Europeu na crise financeira em 2008: o caso espanhol. **Fronteira**: revista de iniciação científica em Relações Internacionais, Belo Horizonte, v. 14, n. 27e28, p. 129-150, 24 fev. 2017.

ARESTIS, P.; MCCAULEY, K.; SAWYER, M. **From Common Market to EMU**: a historical perspective of european economic and monetary integration. New York. Feb. 1999. (Working Paper n. 263, Levy Economics Institute of Bard College).

ARESTIS, P.; SAWYER, M. European Integration and the Euro Project. **Policy Note**, v. 2002, n. 3, p. 16, Levy Institute, 2002.

AGLIETTA, M. **Money**: 5,000 years of debt and power. New York: Verso Books, 2018.

AGLIETTA, M. **Zona do Euro**: qual o futuro?. São Paulo: Ed. Ideias e Letras, 2013.

AHAMED, L. **Lords of finance**: the bankers who broke the world. New York: Penguin Books, 2009.

BELL, S. The role of the state and the hierarchy of money. **Cambridge Journal of Economics**, Oxford, v. 25, n. 2, p. 149–163, 2001. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/23599602>. Acesso em: 7 out. 2023.

BIS. **Triennial Central Bank Survey**: OTC foreign exchange turnover in April 2022. Basel: Monetary and Economic Department, 2022. Disponível em: https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.pdf. Acesso em: 07 dez. 23.

BIS. **Central bank digital currencies**. Committee on Payments and Market Infrastructures, Mar. 2018. Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d174.pdf>. Acesso em: 03 jan. 2024.

BOAR, C.; HOLDEN, H.; WADSWORTH, A. **Impending arrival**: a sequel to the survey on central bank digital currency. Washington, 2020. (BIS Papers, n. 107).

BOAR, C.; WEHRLI, A. **Ready, steady, go?**: results of the third BIS survey on central bank digital currency. Washington, 2021. (BIS Papers, n. 114).

BOONSTRA, W. **CBDC and the international position of the euro**. Vienna, SUERF: The European Money and Finance Forum, Policy Note, v. [S./], n. 269, 2022.

BRUNNERMEIER, M.; LANDAU, J. **The digital euro**: policy implications and perspectives. Luxembourg, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, 2022.

CAETANO, J. ; FERREIRA, P. Desafios para uma nova governação na Zona Euro. **Debater a Europa**, CIEDA e CEIS20, Évora, n.16, jan./jun., 2017. Disponível em: https://doi.org/10.14195/1647-6336_16_4. Acesso em: 24 nov. 2023.

CALDAS, J.; COSTA, A. A União Europeia e Portugal entre os resgates bancários e a austeridade: um mapa das políticas e das medidas. *In*: REIS, J. (org.). **A anatomia da crise**: identificar os problemas para construir os problemas. Coimbra: Centro de Estudos Sociais, p. 72-107, 2013.

CARSTENS, A. **Money in the digital age**: What Role for Central Banks?. Frankfurt: Bank for International Settlements; House of Finance; Goethe University, 6 Feb. 2018.

CARSTENS, A. **The future of money and the payment system**: what role for central banks?. New Jersey: Bank for International Settlements; Princeton University, 5 Dec. 2019.

CARSTENS, A. **Digital currencies and the future of the monetary system**. Basel: Hoover Institution policy seminar, 27 Jan. 2021.

CARSTENS, A. **Digital innovation and the future of money**. Mexico City: Business Perspectives Seminar: Fintech; Bank for International Settlements, 6 Feb. 2021b.

CHEY, H. Theories of International Currencies and the Future of the World Monetary Order. **International Studies Review**, Oxford, v.14, p. 51–77, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2486.2012.01104.x>. Acesso em: 10 set.. 2023.

CHEY, H.; KIM, G.; LEE, D. Which foreign states support the global use of the Chinese renminbi? The international political economy of currency internationalization. **World Economy**, New York, v. 42, n. [S.], p. 2403 - 2426, 2019.

CINTRA, M; MARTINS, A. **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2013.

COHEN, B. **Currency Statecraft**: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition. Chicago: University of Chicago Press, 2019.

COHEN, B.; NORLOFF, C.; POAST, P.; CROTEAU, S.; KHANNA, A.; MCDOWELL, D.; WANG, H.; WINECOFF, W. Global Monetary Order and the Liberal Order Debate. **International Studies Perspectives**, Oxford, v. 21, p. 109–153, 2020.

COHEN, B. **The geography of money**. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

COHEN, B. The Benefits and Costs of an International Currency: getting the calculus right. **Open Economies Review**, Berlin, v. 23, n.1, p. 13-31, 2011.

COHEN, B. **Money, power, authority**. Santa Barbara: University of California, July 2014

COHEN, B. International currency. *In*: **Currency power**: understanding monetary. Oxford University Press, 2015.

COHEN, B. **Currency and state power**. August 2010. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1644559. Acesso em: 10 jan. 2024.

COHEN, B.; BENNEY, T. The international currency system revisited. **Review of Keynesian Economics**, v. 10, n. 4, Winter 2022, p. 443–461, 2022.

COMBAT, F. A crise do sistema de Bretton Woods: considerações sobre o papel do dólar na hierarquia monetária internacional. **Revista Estudos Políticos**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, p. 245- 265, dez. 2019. ISSN: 2177-285.

CONTI, B.; PRATES, D.; PLIHON, D. O Sistema Monetário Internacional e seu caráter hierarquizado. *In*: CINTRA, M.; MARTINS, A. (org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013. p. 23-84.

CORREIA, F. **A substituição do papel-moeda por moeda digital**. 2023. Dissertação (Mestrado Profissional MPEB) - Fundação Getúlio Vargas, Escola de Políticas Públicas e Governo, Brasília, 2023. Disponível em: <https://hdl.handle.net/10438/33304>. Acesso em: 7 out.. 2023.

EICHENGREEN, B. **A Globalização do Capital**: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: Editora 34, 2000.

EICHENGREEN, B. **Exorbitant privilege**: the rise and fall of the dollar. Oxford: Oxford University Press, 2011.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. **Currency mismatches, debt intolerance and original sin**: why they are not the same and why they matter. Cambridge: National bureau for economic research, Oct. 2003. (NBER Working Paper, n. 10.036).

EICHENGREEN, B. The international financial implications of Brexit. Berlin, **International Economics and Economic Policy**, Berlin, v. 16, p. 37-50, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10368-018-0422-x>. Acesso em: 24 nov. 2023.

EICHENGREEN, B.; GROS, D. **Post-COVID-19 Global currency order**: risks and opportunities for the Euro. Luxembourg, 2020. (Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs).

EICHENGREEN, B. Digital Currencies—More than a Passing Fad?. **Current History**, Oakland, v. 121, n. 831, p. 24-29, 2022. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1525/curh.2022.121.831.24>. Acesso em: 06 dez. 2023.

EICHENGREEN, B. **Viewpoint**: Stress Test for the Euro. Finance & Development, v. 46, n. [S./], p. 19-21, 2009. Disponível em: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/022/0046/002/article-A007-en.xml?ArticleTabs=related%20documents>. Acesso em: 15 jan. 2024.

EURO. *In*: Britannica. Edimburgo: **Encyclopaedia Britannica**, 2023. Disponível em: <https://www.britannica.com/money/topic/euro>. Acesso em: 15 nov. 2023.

EUROPEAN CENTRAL BANK. Economic and monetary developments. **Economic Bulletin**, Frankfurt, n. 4, 2020. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202004_01~9e43ff2fb2.en.html. Acesso em: 20 nov. 2023.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **The international role of the euro**. Frankfurt, 2023. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202306~d334007ede.en.pdf>. Acesso em: 02 dez. 2023.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **A stocktake on the digital euro**. Frankfurt, 2023b. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/investigation/profuse/shared/files/dedocs/cb.dedocs231018.en.pdf. Acesso em: 05 dez. 2023.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **Report on a digital euro**. Frankfurt, 2020b. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro%7E4d7268b458.en.pdf. Acesso em: 05 dez. 2023.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE) – 2022**. Frankfurt, 2022. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/space/shared/pdf/ecb.spacereport202212%7E783ffdf46e.en.pdf. Acesso em: 05 dez. 2023.

EUROPEAN COMMISSION. **Report to the Council and the Commission on the realization by stages of Economic and Monetary Union in the Community**. Brussel, 1970. (Werner Report). Disponível em: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf. Acesso em: 20 nov. 2023.

EUROPEAN UNION. **The Euro**. Frankfurt, 2023. Disponível em: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro_en. Acesso em: 13 nov. 2023.

FERGUSON, N. **The ascent of Money**: a financial history of the world. New York: The Penguin Press, 2008.

FERGUSON, N.; SCHULARICK, M. **The End of Chimerica**. Cambridge, Harvard Business School, 2009. (BGIE Unit Working Paper N. 10-037). Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1502756>. Acesso em: 9 nov. 2023.

FERRARI FILHO, F. A moeda internacional na economia de Keynes. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 15, n.1, p. 98-110, 1994.

- FRIEDMAN, M; MELTZER, A. Money. **Encyclopedia Britannica**, London, 25 Sept. 2023. Disponível em: <https://www.britannica.com/money/topic/money>. Acesso: 8 nov. 2023.
- GIANNINI, C. **The Age of Central Banks**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2011. ISBN: 0857932144, 9780857932143.
- GOLDENBERG, M. **A arte de pesquisar**: Como fazer pesquisa qualitativa em Ciências Sociais. Record, Rio de Janeiro, 2004.
- GONÇALVES, R. Economia Política Internacional. Fundamentos Teóricos e as Relações Internacionais do Brasil. Rio de Janeiro: Editora Elsevier/Campus, 2005.
- GUTTMANN, R.; PLIHON, D. **Whither the Euro?** History and Crisis of Europe's Single-Currency Project. Université Paris-Nord, 2010.
- HARVEY, J.T. Orthodox approaches to exchange rate determination: A Survey. **Journal of Post Keynesian Economics**, V. 18 (4), p. 567-583, 1996.
- HELBING, T. Commodities in Boom. **Finance & Development**, Washington, v. 49, n. 2, p. 30-31, jun. 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.5089/9781451922202.022.A011>. Acesso em: 09 nov. 2023.
- HELLEINER, E. A Bretton Woods moment? The 2007-2008 crisis and the future of global finance. **International affairs** (Royal Institute of International Affairs 1944-), v. 86, n. 3, p. 619-636, May 2010. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/40664271>. Acesso em: 03 jan. 2024
- HICKS, J. **A Market Theory of Money**. Oxford: Clarendon Press, 1989.
- HICKS, J. **Critical essays in monetary theory**. Oxford: Clarendon Press, 1967.
- IMF. **IMF Data Mapper**: banco de dados. Washington, 2023. Disponível em: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>. Acesso em: 23 nov. 2023.
- KEYNES, J. M. **A treatise on money**. London: MacMillan, 1930. v. 1.
- KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M.; MELITZ, M. J. **Economia internacional**. 10. ed. São Paulo: Pearson Universidades, 2015.
- KRUGMAN, P. The International role of the Dollar: theory and prospects. *In*: Krugman, P. Currency and crises. Cambridge: MIT Press, 1991.
- KUEHNLENZ, S.; ORSI, B.; KALTENBRUNNER, A. Central bank digital currencies and the international payment system: The demise of the US dollar?. **Research in International Business and Finance**, [S.l.], v. 64, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101834>. Acesso em: 05 dez. 2023.
- LINS, M. União Europeia (UE). *In*: MIYAZAKI, S. Y. M.; SANTOS, C. A. (org.). **Integração econômica regional**. São Paulo: Saraiva, 2013. p.16-40.

- MAGALHÃES, J. **A formação do mercado único europeu em um contexto de assimetrias econômicas**: impactos e implicações da crise do euro. Dissertação (Mestrado em Relações Internacionais) - Universidade Federal da Bahia, Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais, Salvador, 2018. Disponível em: <https://repositorio.ufba.br/handle/ri/28686>. Acesso em: 13 nov. 2023.
- MATHEYS, M. Metassíntese qualitativa: desenvolvimento e contribuições para a prática baseada em evidências. **Acta Paulista de Enfermagem**, v.22, p.543-545, 2009.
- MAZZUCHELLI, F. **Os dias de sol**: a trajetória do capitalismo no pós-guerra. Campinas: Facamp Editora, 2013.
- MICOSSI, S. An international role for the euro?. Luiss: School of European Political Economy, **Policy Brief**, [S.l.], v. 37, 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3717135>. Acesso em: 02 dez. 2023.
- MOFFITT, M. **O dinheiro do mundo**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.
- MOMANI, B. Gulf Cooperation Council Oil Exporters and the Future of the Dollar. **New Political Economy**, London, v. 13, n. 3, p. 293-314, 2008.
- NAKAMOTO, S. Bitcoin: a pier-to-pier electronic cash system. **Bitcoin**, [S.l.], [2008]. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em: 24 out. 2023
- NORRLOF, C. Dollar hegemony: a power analysis. **Review of International Political Economy**, London, v. 21, n. 5, p. 1042–1070, 2014. Disponível em: 10.1080/09692290.2014.895773. Acesso em: 13 dez. 2023.
- OKOLI, C.; SCHABRAM, K. Working Papers on Information Systems. A Guide to Conducting a Systematic Literature Review of Information Systems Research. Sprouts: **Working Papers on Information Systems**, v. 10, n. 26, 2010.
- PANETTA, F. Central bank digital currencies - a monetary anchor for digital innovation. Madrid: Elcano Royal Institute, 5 Nov. 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/review/r211123b.htm>. Acesso em: 13 dez. 2023.
- PASSACANTANDO, F. The Digital Euro: challenges and opportunities. *In*: BOTTI, F.; BILOTTA, N. **The (near) future of Central Bank Digital Currencies**: Risks and opportunities for the global economy and society. Bern: Peter Lang, International Academic Publishers, 2021. p: 113-131.
- PEREIRA, V. **Euro**: uma moeda única em meio à uma crise na formação de uma identidade coletiva europeia. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídico-Económicas) - Universidade de Lisboa, Faculdade de Direito, Lisboa, 2017.
- PERUFFO, L.; CUNHA, A. M.; HAINES, A. F. A moeda digital chinesa e o futuro do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**,

Rio de Janeiro, v. 26, p. 1-25, 2022a. Disponível em: 10.1590/198055272611. Acesso em: 13 dez. 2023.

PERUFFO, L.; CUNHA, A. M.; HAINES, A. F. China's Central Bank Digital Currency (CBDC): an assessment of money and power relations. **New Political Economy**, Abingdon, v. 28, n. 6, p. 881-896, May 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/13563467.2023.2196064>. Acesso em: 7 jun. 2023.

PERUFFO, L. The BRICS' countries monetary and financial power: what has changed since the 2008 global financial crisis and why it matters. **Conjuntura Austral: Journal of the Global South**, Porto Alegre, v. 11, n. 53, Mar. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.22456/2178-8839.97514>. Acesso em: 08 nov. 2023.

PILAGALLO, O. **Euro remete história da moeda a Roma**. Folha de São Paulo, São Paulo, 31 dez. 2001. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u38586.shtml>. Acesso em: 22 dez. 2023.

PRATES, D. Beyond modern money theory: a post-keynesian approach to the currency hierarchy, monetary sovereignty, and policy space. **Review of Keynesian Economics**, Northampton, v. 8, n. 4, p. 494–511, Winter 2020.

PRAZERES, P.; BRUSTOLIN, A. Historicidade da união europeia: do gênese a crise econômica. *In*: VI CONGRESSO BRASILEIRO DE PROCESSO COLETIVO E CIDADANIA, 2018, Ribeirão Preto. **Anais [...]**. Ribeirão Preto: Universidade de Ribeirão Preto, Programa de Pós-Graduação em Direito, 2018b. Disponível em: <https://revistas.unaerp.br/cbpcc/article/view/1216>. Acesso em: 15 nov. 2023.

PREVIDELLI, M.; SOUZA, L. Notas sobre a formação da zona do Euro: 1990 – 2002. **Economia e Políticas Públicas**, Montes Claros, v. 2, n.1, p. 215-231, 2014.

TORRES FILHO, E. T. Poder Monetário Estrutural: do padrão ouro ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 28, n. 3 (67), p. 621-639, set./dez. 2019

TRIBUNAL DE CONTAS EUROPEU. **Tratado da União Europeia**. CECA-CEE-CEEA. Bruxelas: Luxemburgo, 1992.

REIS, J.; RODRIGUES, J.; SANTOS, A.; TELES, N. **A anatomia da crise**: identificar os problemas para construir alternativas. 1º Relatório, preliminar, do Observatório sobre crises e alternativas. Universidade de Coimbra, 2013

RISSE, T. The Euro between national and European identity. **Journal of European Public Policy**, London, v. 10, n. 4, p. 487-505, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/1350176032000101235>. Acesso em: 19 nov. 2023.

ROBERTS, A. Churchill favored a united Europe, provided it didn't contain Britain. **The Churchill Project**, Hillsdale, 26 mar. 2018. Disponível em:

<https://winstonchurchill.hillsdale.edu/churchills-last-stand-united-europe-klos/>. Acesso em: 03 dez. 2023.

SERRANO, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez. 2002.

SERRANO, F. Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. *In*: FIORI, J. **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 179-222.

SILVA, M. E. O Conceito de Moeda em Keynes e a Circulação Financeira. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 17, n. 3, p. 333-348, set./dez. 1987.

STIGLITZ, J. **The Euro: how a common currency threatens the future of europe**. New York: W. W. Norton & Company, 2016.

SOUSA, W. **O processo político de criação da moeda comum europeia**. Brasília, 2016. (Texto para discussão - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada).

STOCKHAMMER, E. The Euro Crisis and Contradictions of Neoliberalism in Europe” **Post Keynesian Economics Study Group**, Working Paper n. 1401, 2014.

STRANGE, S. The persistent myth of lost hegemony. **International Organization**, Cambridge, v. 41, n. 4, p. 551-574, 1987. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S0020818300027600>. Acesso em: 13 dez. 2023.

STRANGE, S. Sterling and British policy: a political view. **International Affairs**, London, v. 47, n. 2, p. 302-315, Apr. 1971a.

STRANGE, S. The politics of international currencies. **World Politics**, Cambridge, v. 23, n. 2, p. 215-231, Jan. 1971b.

STRANGE, S. **States and markets**. 2nd ed. London: Continuum, 1988.

UNIÃO EUROPEIA. **Como funciona a União Europeia**: guia das instituições da União Europeia. Luxemburgo: Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias, 2008.

WITLOX; E.; BINDSEIL, U. **The digital euro project**: Investigation phase outcomes and lessons learnt. Eurosystem, Sibos, 2023.