

# **Em Defesa do Euro**

## **Uma Abordagem Austríaca (Contendo uma Crítica aos Erros do BCE e ao Intervencionismo de Bruxelas)**

Jesús Huerta de Soto<sup>1</sup>

### **1. Introdução: o sistema monetário ideal**

Os teóricos da Escola Austríaca realizaram um considerável esforço no sentido de explicar qual o sistema monetário ideal para uma economia de mercado. A nível teórico, desenvolveram toda uma teoria do ciclo, que explica como este é gerado recorrentemente pela expansão creditícia, sem um suporte de poupança real, orquestrada pelos bancos centrais através de um sistema bancário que opera com reserva fraccionária. A nível histórico, explicaram o surgimento evolutivo do dinheiro e de que forma a intervenção coerciva do Estado, incentivada por poderosos grupos de interesse, se afastou do mercado e corrompeu a evolução natural das instituições bancárias. Do ponto de vista ético, evidenciaram as exigências e princípios jurídicos do direito de propriedade relativamente aos contratos bancários, princípios que decorrem da própria economia de mercado e que, por sua vez, são imprescindíveis para o seu correcto funcionamento<sup>2</sup>.

A conclusão de toda a análise teórica realizada é que o actual sistema monetário e bancário é incompatível com uma verdadeira economia de mercado, padece de todos os defeitos enunciados pelo teorema da impossibilidade do socialismo e é uma fonte permanente de instabilidade financeira e de perturbações económicas. Torna-se, pois, imprescindível uma profunda remodelação do sistema financeiro e monetário mundial, que solucione de raiz a fonte dos problemas que nos afligem e que deverá assentar nas três reformas seguintes: (a) restabelecimento da reserva mínima de tesouraria de 100 % como princípio essencial do direito de propriedade privada relativamente a todos os depósitos à vista em dinheiro e seus equivalentes; (b) abolição de todos os bancos centrais, desnecessários como prestamistas de última instância, caso seja implementada a reforma (a) atrás referida, e que enquanto verdadeiros órgãos de planificação central financeira constituem uma fonte permanente de instabilidade, devendo ser igualmente suprimidas as leis de curso forçado e o emaranhado de regulamentações administrativas em constante alteração que daí decorre; e (c) o regresso do padrão-ouro clássico, como único padrão monetário mundial capaz de proporcionar uma base monetária não manipulável por parte dos poderes públicos e de restringir e disciplinar os ímpetus inflacionários dos diferentes agentes sociais<sup>3</sup>.

As prescrições atrás referidas não só permitiriam, tal como se disse, solucionar de raiz todos os problemas que nos afectam, impulsionando um desenvolvimento económico e

---

<sup>1</sup> Catedrático de Economia Política, Universidade Rey Juan Carlos.

<sup>2</sup> Os principais autores e desenvolvimentos teóricos podem ser consultados em Huerta de Soto 2011a [1998].

<sup>3</sup> Ibidem, Capítulo 9.

social sustentável nunca antes visto na história, como também encerram a potencialidade de dar indicações sobre quais as reformas incrementais que vão ou não na direcção certa, ao mesmo tempo que tornam possível um juízo mais certo sobre as diversas alternativas de política económica do mundo real que nos rodeia. É nesta perspectiva, estritamente conjuntural e «possibilista», que se deve exclusivamente entender a análise de «apoio» relativo ao euro que, do ponto de vista da Escola Austríaca, se pretende desenvolver no presente trabalho.

## **2. A tradição austríaca de apoio aos tipos de câmbio fixos em detrimento do nacionalismo monetário e dos tipos de câmbio flexíveis**

Os economistas da Escola Austríaca consideraram desde sempre que, enquanto não se conseguir criar o sistema monetário ideal, é um grave erro de teoria económica e de prática política cometido por muitos economistas, especialmente os da Escola de Chicago, defender tipos de câmbio flexíveis num contexto de nacionalismo monetário, como se uns e outro estivessem de algum modo mais conformes com uma economia de mercado. Pelo contrário, para os austríacos, enquanto não forem abolidos os bancos centrais e não for reinstaurado o padrão-ouro clássico com um coeficiente de reserva bancária de 100 %, haveria que fazer todo o possível para que o sistema monetário vigente se aproximasse do ideal, tanto quanto ao seu funcionamento como quanto aos seus resultados. Isto exige que se limite ao máximo o nacionalismo monetário, se elimine a possibilidade de cada país desenvolver uma política monetária autónoma e se restrinja o mais possível as políticas inflacionárias de expansão creditícia, criando uma moldura monetária que discipline o mais possível os agentes económicos, políticos e sociais e, em especial, os sindicatos e outros grupos de pressão, os políticos e os bancos centrais.

É neste contexto, e não noutro, que se deve interpretar o posicionamento de economistas austríacos tão ilustres como Mises e Hayek. Assim, destaca-se a demolidora análise hayekiana contra o nacionalismo monetário e os tipos de câmbio flexíveis, desenvolvida a partir de 1937 no seu notabilíssimo livro *Monetary Nationalism and International Stability*<sup>4</sup>. Nesta obra, Hayek demonstra que os tipos de câmbio flexíveis impossibilitam uma alocação eficiente dos recursos a nível internacional ao interferir e distorcer de imediato os fluxos reais de consumo e investimento; além disso, obrigam a que os ajustes reais em baixa dos custos, eventualmente necessários, sejam realizados sempre através do aumento dos restantes preços nominais, num contexto caótico de depreciações concorrenciais, expansão creditícia e inflação, que, para além do mais, encoraja e dá cobertura a todo o tipo de comportamentos irresponsáveis dos sindicatos, incentivando sucessivas exigências salariais e laborais que só podem ser atendidas, sem aumentar o desemprego, através de uma inflação ainda maior. Trinta e oito anos depois, em 1975, Hayek sintetizou o seu argumento da seguinte forma: «It is, I believe, undeniable that the demand for flexible rates of exchange originated wholly from countries such as Great Britain, some of whose economists wanted a wider margin for inflationary expansion (called 'full employment policy'). They later received support, unfortunately, from other economists<sup>5</sup> who were not inspired by the desire

---

<sup>4</sup> F.A. Hayek 1971 [1937].

<sup>5</sup> Embora Hayek não os mencione expressamente, refere-se aos teóricos da Escola de Chicago,

for inflation, but who seem to have overlooked *the strongest argument in favor of fixed rates of exchange, that they constitute the practically irreplaceable curb we need to compel the politicians, and the monetary authorities responsible to them, to maintain a stable currency*» (o itálico é meu). E acrescenta Hayek, para explicar melhor o seu argumento: «The maintenance of the value of money and the avoidance of inflation constantly demand from the politician highly unpopular measures. Only by showing that government is compelled to take these measures can the politician justify them to people adversely affected. So long as the preservation of the external value of the national currency is regarded as an indisputable necessity, as it is with fixed exchange rates, politicians can resist the constant demands for cheaper credits, for avoidance of a rise in interest rates, for more expenditure on 'public works', and so on. With fixed exchange rates, a fall in the foreign value of the currency, or an outflow of gold or foreign exchange reserves acts as a signal requiring prompt government action<sup>6</sup>. With flexible exchange rates, the effect of an increase in the quantity of money on the internal price level is much too slow to be generally apparent or to be charged to those ultimately responsible for it. Moreover, the inflation of prices is usually preceded by a welcome increase in employment; it may therefore even be welcomed because its harmful effects are not visible until later». E conclui Hayek: «I do not believe we shall regain a system of international stability without returning to a system of fixed exchange rates, which imposes upon the national central banks the restraint essential for successfully resisting the pressure of the advocates of inflation in their countries – usually including ministers of finance» (Hayek 1979 [1975], 9-10).

Quanto a Ludwig von Mises, é um facto bem conhecido que ele se afastou do seu discípulo dilecto, Fritz Machlup, quando este começou a defender, em 1961, os tipos de câmbio flexíveis no seio da Mont Pèlerin Society. Com efeito, segundo R.M. Hartwell, «Machlup's support of floating exchange rates led von Mises to not speak to him for something like three years» (Hartwell 1995, 119). Mises podia entender que os macroeconomistas sem formação académica sobre teoria do capital, como Friedman e os seus acólitos de Chicago e, em geral, os keynesianos, defendessem os tipos flexíveis e o inflacionismo sempre implícito, mas o que não estava disposto a perdoar é que alguém que, como Machlup, tinha sido seu discípulo e, portanto, sabia realmente de economia, se deixasse levar pelo pragmatismo e pelas modas passageiras do politicamente correcto. Com efeito, Mises chegou a comentar com a sua mulher que não podia perdoar Machlup porque «he was in my seminar in Vienna; he understands everything. He knows more than most of them and he knows exactly what he is doing» (Margit von Mises 1984, 146). A defesa que Mises faz dos tipos de câmbio fixos acompanha a sua defesa do padrão-ouro como sistema monetário ideal a nível internacional. Assim, em 1944, Mises escreveu em *Omnipotent Government*: «The gold standard put a check on governmental plans for easy money. It was impossible to indulge in credit expansion and yet cling to the gold parity permanently fixed by law. Governments had to choose between the gold standard and their – in the long run disastrous – policy of credit expansion. The gold standard did not collapse. The governments destroyed it. It was incompatible with etatism as was free trade. The various governments went off the gold

---

liderados por Milton Friedman, os quais, neste como noutros âmbitos, andam de mãos dadas com os keynesianos.

<sup>6</sup> Adiante veremos como, com uma moeda única como o euro, o papel disciplinador dos tipos de câmbios fixos é assumido pela cotização da dívida soberana e corporativa de cada país.

standard because they were eager to make domestic prices and wages rise above the world market level, and because they wanted to stimulate exports and to hinder imports. *Stability of foreign exchange rates was in their eyes a mischief, not a blessing. Such is the essence of the monetary teachings of Lord Keynes. The Keynesian school passionately advocates instability of foreign exchange rates*» (itálico acrescentado). Não é de estranhar, ainda, o desprezo de Mises pelos teóricos de Chicago quando, neste âmbito, como em muitos outros, eles acabaram por cair nas malhas do mais grosseiro keynesianismo. Por outro lado, para Mises era relativamente simples reinstaurar o padrão-ouro e voltar aos tipos de câmbio fixos: «The only condition required is the abandonment of an easy money policy and of the endeavors to combat imports by devaluation». Além disso, segundo Mises, só os tipos de câmbio fixos são compatíveis com uma democracia genuína, e o inflacionismo que está por trás dos tipos de câmbio flexíveis é essencialmente anti-democrático: «Inflation is essentially antidemocratic. Democratic control is budgetary control. The government has but one source of revenue-taxes. No taxation is legal without parliamentary consent. But if the government has other sources of income it can free itself from their control» (Mises 1969, 251-253).

Só quando os tipos de câmbio são fixos é que os governos se vêem forçados a dizer a verdade aos cidadãos. Daí que seja tão grande e tão perniciosa a tentação de recorrer à inflação e aos tipos flexíveis para evitar o custo político dos impopulares aumentos de impostos. E, mesmo não existindo um padrão-ouro, os tipos fixos restringem e disciplinam a arbitrariedade dos políticos: «Even in the absence of a pure gold standard, fixed exchange rates provides some insurance against inflation which is not forthcoming from the flexible system. Under fixity, if one country inflates, it falls victim to a balance of payment crisis. If and when it runs out of foreign exchange holdings, it must devalue, a relatively difficult process, *fraught with danger for the political leaders involved*. Under flexibility, in contrast, inflation brings about no balance of payment crisis, nor any need for a politically embarrassing devaluation. Instead, there is a relatively painless depreciation of the home (or inflationary) currency against its foreign counterparts» (Block 1999, 19, itálico acrescentado).

### **3. O euro como «proxy» do padrão-ouro (ou por que razão os defensores da economia de mercado e da liberdade de mercado devem apoiar o euro, sendo que a sua única alternativa é o regresso ao nacionalismo monetário)**

Como vimos, os economistas da Escola Austríaca são partidários do padrão-ouro porque este trava e limita a arbitrariedade dos políticos e governantes. Pelo seu carácter disciplinador do comportamento de todos os agentes envolvidos no processo democrático. Por fomentar a actuação regulada e moral dos seres humanos. Em suma, por constituir um travão à mentira e à demagogia, por aumentar e facilitar a transparência e a verdade nas relações sociais. Nada mais, nada menos. Ludwig von Mises expressou-o, porventura, melhor do que ninguém: «The gold standard makes the determination of money's purchasing power independent of the changing ambitions and doctrines of political parties and pressure groups. This is not a defect of the gold standard, it is its main excellence» (Mises 1966, 474).

Pois bem, a criação do euro em 1999, que culminou com a sua entrada em vigor a partir de 2002, trouxe consigo o desaparecimento do nacionalismo monetário e dos tipos de câmbio

flexíveis na maior parte da Europa continental. Mais adiante comentaremos os erros cometidos pelo Banco Central Europeu. O que agora nos interessa constatar é que os diversos Estados da União Monetária cederam e perderam completamente a sua autonomia monetária, isto é, a possibilidade de manipular a sua moeda local para a colocar ao serviço das necessidades políticas do momento. Neste sentido, e pelo menos no que se refere aos países da zona euro, este começou a actuar e continua a fazê-lo de forma muito similar àquela em que o padrão-ouro operava no seu tempo. Deve, por isso, considerar-se o euro como uma clara e efectiva aproximação, se bem que imperfeita, ao padrão-ouro. Além disso, foi com a chegada da Grande Recessão de 2008 que o carácter disciplinador do euro se tornou mais evidente para todos: pela primeira vez, os países da União Monetária tiveram que enfrentar uma profunda recessão económica sem autonomia no que se refere à política monetária. Até à adopção do euro, quando havia uma crise, os governos e bancos centrais actuavam invariavelmente da mesma maneira: injectando toda a liquidez necessária, deixando flutuar em baixa e depreciando a divisa local, adiando indefinidamente as dolorosas reformas estruturais de liberalização económica, desregulação, flexibilização de preços e mercados (especialmente o laboral), redução da despesa pública e diminuição e desmantelamento do poder sindical e do Estado-Providência. Com o euro, e apesar de todos os erros, debilidades e concessões que comentaremos mais adiante, deixou de ser possível este tipo de irresponsáveis fugas para a frente.

Assim, por exemplo, em Espanha, no curto espaço de um ano, dois governos sucessivos viram-se literalmente obrigados a tomar uma série de medidas que, embora ainda muito insuficientes, haviam até ao momento sido apelidadas de politicamente impossíveis e utópicas, inclusivamente pelos observadores mais optimistas: 1.º – Foi introduzido no artigo 135.º da Constituição o princípio anti-keynesiano da estabilidade e equilíbrio orçamentais para o governo central, comunidades autónomas e municípios; 2.º – Foram subitamente interrompidos todos os projectos faraónicos de aumento da despesa pública, compra de votos e subvenções em que os governantes habitualmente baseavam a sua popularidade e acção política; 3.º – Foram inicialmente reduzidos em 5 %, e posteriormente congelados, os salários de todos os funcionários públicos, ao mesmo tempo que se aumentou o seu horário de trabalho; 4.º – Congelaram-se de facto as pensões da Segurança Social; 5.º – Aumentou-se, com carácter geral, a idade normal de reforma de 65 para 67 anos; 6.º – Foi reduzida em mais de 15 % a despesa pública total orçamentada; e 7.º – Foram significativamente liberalizados o mercado laboral, os horários do comércio e, em geral, o emaranhado de regulamentação económica<sup>7</sup>. E aquilo que aconteceu em Espanha está a verificar-se igualmente na Irlanda, em Portugal, Itália e inclusivamente em países que, como a Grécia, até agora representavam o paradigma do laxismo social, da falta de rigor

---

<sup>7</sup> Em Espanha, diversos economistas defensores da teoria austríaca, nos quais me incluo, levaram décadas clamando em vão pela introdução destas (e de muitas outras) reformas que só agora, rapidamente e graças ao euro, se tornaram politicamente possíveis com surpreendente premência. Duas observações: as medidas na direcção certa viram-se ensombradas pelo aumento dos impostos, especialmente sobre o rendimento e sobre os rendimentos do capital mobiliário (veja-se o «Manifesto» contra o aumento impositivo que assinei com outros cinquenta académicos em Fevereiro de 2012 em [www.juandemariana.org/nota/5371/manifiesto/subida/impositiva/respeto/senor](http://www.juandemariana.org/nota/5371/manifiesto/subida/impositiva/respeto/senor)); no que se refere aos princípios de estabilidade e equilíbrio orçamentais, são condição necessária, mas não suficiente, para retomar a senda de uma economia sustentável, uma vez que, a ocorrer uma expansão creditícia, só um significativo e avultado superavit durante a época das «vacas gordas» conseguiria evitar, quando chegasse a incontornável recessão, a repetição dos graves problemas que agora nos espreitam.

orçamental e da demagogia política<sup>8</sup>. Além disso, os líderes políticos destes cinco países, impossibilitados de manipular a política monetária para ocultar aos cidadãos o verdadeiro custo das suas políticas, foram fulminantemente expulsos dos respectivos governos. E mais: estados que, como a Bélgica e, sobretudo, a França e a Holanda, pareciam até agora estar à margem do impulso reformador, começam também a ver-se forçados a reconsiderar os próprios fundamentos do volume da sua despesa pública e da estrutura do seu hipertrofiado estado-providência. E tudo isso se deve, indiscutivelmente, à nova moldura monetária introduzida com o euro, que deve ser julgada, portanto, com esperançado alvoroço por parte dos defensores da economia de mercado e da limitação dos poderes do governo. Pois, com efeito, dificilmente se pode conceber que alguma destas medidas fosse tomada num contexto de moeda nacional e de tipos de câmbio flexíveis: os políticos, sempre que podem, fogem das reformas impopulares e os cidadãos de tudo o que implique sacrifício e disciplina. Por isso, na ausência do euro, ter-se-ia feito o que tem sido habitual até agora, a saber: uma fuga para a frente que consistiria em aumentar a inflação, desvalorizar a moeda para, a curto prazo, ganhar em competitividade e recuperar o «pleno emprego» (acobertando e ocultando a grave responsabilidade dos sindicatos como verdadeiros geradores da paragem) e, em suma, procrastinando indefinidamente as necessárias reformas estruturais.

Convém sublinhar agora duas diferenças significativas do euro em relação tanto ao sistema de moedas nacionais ligadas entre si com tipos de câmbio fixos, como ao próprio padrão-ouro. Começando pela diferença em relação a este último padrão, há que constatar que abandonar o euro é muito mais difícil do que outrora foi sair do padrão-ouro. Com efeito, as moedas ligadas ao ouro mantinham a sua denominação local (franco, libra, etc.), pelo que foi relativamente fácil, ao longo dos anos trinta do século passado, romper as amarras com o ouro, na medida em que os agentes económicos, tal como indicado pelo teorema regressivo do dinheiro enunciado por Mises em 1912 (Mises 2012, 83-134), continuaram a utilizar sem solução de continuidade a moeda nacional, já não permutável por ouro, apoiando-se na capacidade aquisitiva que a mesma tinha imediatamente antes da reforma. Esta possibilidade está hoje completamente vedada aos países que desejem ou se vejam forçados a abandonar o euro. Sendo esta a única denominação monetária partilhada por todos os países da União Monetária, o seu abandono exige a introdução de uma nova moeda local, com capacidade aquisitiva muito menor e desconhecida, com o surgimento dos transtornos enormes que isso implicaria para todos os agentes económicos do mercado:

---

<sup>8</sup> Pela primeira vez, e graças ao euro, a Grécia está a enfrentar os desafios do seu próprio futuro. Ainda que os monetaristas displicentes e os keynesianos recalcitrantes não o queiram reconhecer, a deflação interna é possível e não implica um ciclo «perverso» se for acompanhada de profundas reformas de liberalização e de recuperação da competitividade. É certo que a Grécia tem estado a receber importantes ajudas, mas não é menos certo que tem a responsabilidade histórica de refutar todos os agourentos que, por diversas razões, estão empenhados em que o esforço grego fracasse para poderem manter nos seus modelos a hipótese tão obsoleta (e interesseira) de que os preços (e salários) sejam rígidos em baixa (veja-se ainda o que dizemos na nota 8 sobre os efeitos desastrosos da tão elogiada desvalorização argentina de 2001). Pela primeira vez, o estado grego, tradicionalmente falido e corrupto, foi submetido a um «tratamento de cavalo». Em dois anos (2010-2011) o défice público sofreu uma redução de oito pontos percentuais, os salários dos funcionários sofreram um corte inicial de 15 % e outro de 20 %, tendo o seu número sido reduzido em mais de 80.000 e o número de municípios em quase metade, foi aumentada a idade da reforma e reduzido o salário mínimo, etc., etc. (Vidal-Folch 2012). Esta «heróica» reconstrução contrasta com a decomposição económica e social da Argentina que seguiu o caminho contrário do nacionalismo monetário, da desvalorização e da inflação.

devedores, credores, investidores, empresários, trabalhadores<sup>9</sup>. Pelo menos, neste aspecto concreto, e do ponto de vista dos teóricos da Escola Austríaca, há que reconhecer que o euro supera o padrão-ouro, e que teria sido muito útil para a humanidade se, nos anos trinta do século XX, os diferentes países envolvidos se tivessem visto forçados a permanecer no padrão-ouro pelo facto de, como hoje acontece em relação ao euro, qualquer outra alternativa ser quase impossível de levar à prática e ter simultaneamente consequências e efeitos muito mais prejudiciais, dolorosos e óbvios para os cidadãos.

Assim, torna-se até certo ponto divertido (e simultaneamente patético) constatar que a legião de engenheiros sociais e políticos intervencionistas que, outrora liderados por Jacques Delors, conceberam a moeda única como mais um instrumento dos seus grandiosos projectos de união política europeia, hoje vêem com desespero algo que, de modo algum, parecem ter podido prever: que o euro acabou por actuar *de facto* como o padrão-ouro, disciplinando cidadãos, políticos e governantes, atando as mãos dos demagogos e colocando em evidência os grupos de pressão (encabeçados pelos sempre privilegiados sindicatos) e, inclusivamente, questionando a sustentabilidade e os próprios fundamentos do Estado-Providência<sup>10</sup>. É precisamente nisto que consiste, segundo a Escola Austríaca, a principal vantagem comparativa do euro como padrão monetário em geral, e especialmente em relação ao nacionalismo monetário, e não nos argumentos mais prosaicos que, como o da «redução dos custos de transacção» ou da «eliminação do risco cambial», foram utilizados no passado pelos engenheiros sociais de serviço, sempre míopes.

O segundo comentário que se nos oferece refere-se à diferença existente entre o euro e um sistema de tipos de câmbio fixos, quanto ao processo de ajuste que se desenvolve quando surgem diferentes graus de expansão creditícia e intervenção entre os diferentes países. Obviamente, no sistema de tipos fixos, estas diferenças manifestam-se com fortes tensões nos tipos de câmbio, que culminam em desvalorizações explícitas, com o elevado custo em termos de desprestígio que, felizmente, isso implica para os correspondentes responsáveis políticos. No caso de uma moeda única, como é o euro, estas tensões manifestam-se em termos de perda generalizada de competitividade, que só pode ser recuperada se se

---

<sup>9</sup> Portanto, e afortunadamente, encontramos-nos «condenados ao euro», na expressão feliz de Cabrillo (Cabrillo 2012). Talvez o exemplo contemporâneo mais utilizado por keynesianos e monetaristas para ilustrar as «virtudes» de uma desvalorização e do abandono do tipo fixo seja o caso da Argentina após o «corralito» que teve lugar a partir de Dezembro de 2001. Este exemplo é duplamente erróneo por duas razões. Primeiro, porque, como muitas outras coisas, o «corralito» ilustra apenas a impossibilidade de um sistema bancário com reserva fraccionária poder funcionar sem um prestamista de última instância (Huerta de Soto 2011a, 610). Segundo, porque após a tão elogiada desvalorização, o P.I.B. *per capita* argentino sofreu uma redução de 7.726 dólares em 2000 para 2.767 dólares em 2002, perdendo portanto dois terços do seu valor. Esta queda de 65 % do rendimento e da riqueza argentinas deveria fazer empalidecer todos aqueles que hoje se manifestam de maneira torpe e violenta, por exemplo na Grécia, protestando contra os sacrifícios relativamente muito inferiores e as quedas de preços da benéfica e inevitável deflação interna que a disciplina do euro está a impor. Além disso, toda a charlatanice sobre as «impressionantes» taxas de crescimento na Argentina, superiores a 8 % ao ano a partir de 2003, pouco ou nada devem impressionar, tendo em conta a reduzidíssima base de partida após a desvalorização e a pobreza, marasmo e carácter caótico da economia argentina, em que um terço da população acabou dependendo das subvenções e subsídios, a taxa real de inflação ultrapassa os 30 % e a escassez, as restrições, a regulação, a demagogia, a falta de reformas e o (des)controlo do governo são o pão-nosso de cada dia (Gallo 2012).

<sup>10</sup> O próprio Presidente do BCE, Mario Draghi, chegou inclusivamente a manifestar que o «continental's social model is 'gone'» (Draghi 2012).

introduzirem as reformas estruturais necessárias para garantir a flexibilidade dos mercados, juntamente com a desregulação de todos os sectores e as quedas e ajustes que sejam necessários na estrutura de preços relativos. Tudo isto acaba, além disso, por afectar as receitas de cada sector público e, por conseguinte, o seu grau de qualificação creditícia. Com efeito, nas circunstâncias actuais na área do euro, a cotação da dívida pública soberana de cada país nos mercados financeiros passou a reunir as tensões que se reflectiam tipicamente nas crises dos tipos de câmbio, quando estes eram mais ou menos fixos num contexto de nacionalismo monetário. Por isso, hoje em dia, o protagonismo não pertence aos especuladores de divisas, mas sim às agências de *rating* e, sobretudo, aos investidores internacionais que, ao comprar ou deixar de adquirir a dívida soberana, estão a marcar beneficemente o ritmo das reformas, ao mesmo tempo que disciplinam e ditam o destino de cada país. Dir-se-á que «não é democrático», mas a realidade é precisamente a inversa. Até agora, a democracia padecia cronicamente, corrompida pela acção política irresponsável baseada na manipulação monetária e na inflação, verdadeiro imposto de efeitos devastadores que, à margem do parlamento, se impunha de forma gradual, oculta e sinuosa a todos os cidadãos. Hoje, com o euro, o recurso ao imposto inflacionário foi bloqueado, pelo menos a nível local de cada país, e os seus políticos ficaram repentinamente em evidência e viram-se forçados a dizer a verdade, assumindo o correspondente desgaste. A democracia, para funcionar, necessita de uma moldura que discipline os agentes envolvidos na mesma. E hoje em dia, na Europa Continental, esse papel é desempenhado pelo euro. Assim, a sucessiva queda dos governos da Irlanda, Grécia, Portugal, Itália e Espanha, longe de traduzir um défice democrático, realça o crescente grau de rigor, de transparência orçamental e de saúde democrática que o euro está a induzir nas respectivas sociedades.

#### **4. A heterogénea e diversificada «coligação anti-euro»**

Por ser curiosa e muito ilustrativa, devemos comentar agora, ainda que brevemente, a heterogénea e diversificada amálgama de inimigos do euro, que inclui nas suas fileiras elementos tão díspares como os doutrinários de extrema-esquerda, os keynesianos nostálgicos ou irredutíveis tipo Krugman e Stiglitz, os monetaristas dogmáticos defensores dos tipos de câmbio flexíveis, como Barro e outros, os seguidores ingénuos da teoria das áreas monetárias óptimas de Mundell, os aterrorizados chauvinistas do dólar (e da libra) e, finalmente, a legião de derrotistas confusos que «perante o iminente desaparecimento do euro» propõem, como solução, dinamitá-lo e aboli-lo o quanto antes<sup>11</sup>!

Talvez a ilustração mais clara (ou, se se preferir, a prova mais contundente) de que Mises

---

<sup>11</sup> Não incluo aqui a análise do meu dilecto discípulo e colega Philipp Bagus (*The Tragedy of the Euro*, The Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, E.U.A. 2010), pois do ponto de vista alemão, a manipulação a que o Banco Central Europeu está a submeter o euro ameaça a tradicional estabilidade monetária de que a Alemanha desfrutava com o marco. Mais duvidoso me parece o seu argumento de que o euro tenha incentivado as políticas irresponsáveis através de um efeito típico de tragédia dos bens comunitários, pois durante a época da bolha, a maior parte dos países que hoje se debatem com problemas, com a única possível excepção da Grécia, ostentavam *superávits* nas suas contas públicas (ou estiveram muito próximos disso). Creio por isso que Bagus teria estado mais correcto se tivesse intitulado o seu livro, de resto excelente, *La tragedia del Banco Central Europeo* (e não do euro), especialmente tendo em conta os graves erros cometidos pelo Banco Central Europeu durante a época da bolha e que comentaremos em capítulo posterior deste artigo (agradeço a Juan Ramón Rallo o facto de me ter sugerido esta ideia).



tinha plena razão na sua análise do efeito disciplinador sobre a demagogia política e sindical dos tipos de câmbio fixos e, sobretudo, do padrão-ouro, seja a maneira como os líderes dos partidos políticos de esquerda, os sindicalistas, os formadores de opinião «progressistas», os «indignados anti-sistema» e, em geral, todos os amantes da despesa pública, da subvenção estatal e do intervencionismo se rebelam aberta e frontalmente contra a disciplina imposta pelo euro e, em concreto, contra a perda de autonomia na política monetária de cada país, e o seu corolário: a tão injuriada dependência dos mercados, especuladores e investidores internacionais perante a possibilidade de vender (ou não) a crescente dívida pública soberana que o financiamento dos contínuos défices públicos exige. Basta lançar um olhar aos editoriais dos jornais mais esquerdistas<sup>12</sup>, ou ler as declarações dos políticos mais demagogos<sup>13</sup> ou dos sindicalistas mais conspícuos, para constatar que isto é assim e que, hoje em dia, tal como ocorreu nos anos 30 do século passado com o padrão-ouro, os inimigos do mercado e os defensores do socialismo, do estado-providência e da demagogia sindicalista clamam em uníssonos, tanto em público como em privado, contra «a rígida disciplina que nos é imposta pelo euro e pelos mercados financeiros», reclamando a imediata monetização de toda a dívida pública que seja necessária, sem contraprestação alguma de austeridade orçamental ou de reformas que impulsionem a competitividade.

Num domínio mais académico, mas igualmente com muito eco nos meios de comunicação, destaca-se a grande ofensiva dos teóricos keynesianos contemporâneos contra o euro, de novo somente comparável na sua beligerância à empreendida pelo próprio Keynes contra o padrão-ouro durante os anos 30 do século passado. Especialmente paradigmático é o caso de Krugman<sup>14</sup> que, na qualidade de colunista sindicalizado, praticamente todas as semanas repete a velha cantilena de que o euro constitui um «espartilho insuportável» para a recuperação do emprego e, inclusivamente, se permite criticar a perdulária Administração norte-americana por não ser suficientemente expansiva e ter poupado nos incentivos fiscais (de resto avultadísimos)<sup>15</sup>. Mais inteligente e culta, mas nem por isso menos equivocada, é a opinião de Skidelsky, pois pelo menos explica que a teoria austríaca do ciclo económico<sup>16</sup> é a única alternativa ao seu adorado Keynes e reconhece claramente como a actual conjuntura constitui, de facto, uma repetição do duelo entre Hayek e Keynes durante os anos 30 do século passado<sup>17</sup>.

Mais estranha ainda é a postura mantida pelos teóricos neoclássicos dos tipos de câmbio flexíveis, em geral, e em particular os monetaristas e membros da Escola de Chicago<sup>18</sup>.

---

<sup>12</sup> A linha editorial do extinto diário espanhol *Público* foi paradigmática neste sentido (veja-se ainda, e por exemplo, o caso de Estefanía 2011, e da sua crítica a já comentada reforma do artigo 135.º da Constituição espanhola consagrando o princípio «anti-keynesiano» de estabilidade e equilíbrio orçamentais).

<sup>13</sup> Vejam-se, por exemplo, as declarações do candidato socialista à presidência de França para o qual «a via da austeridade é ineficaz, letal e perigosa» (Hollande 2012).

<sup>14</sup> Por exemplo, entre muitos outros artigos, o de Krugman 2012. No mesmo sentido, o de Stiglitz 2012.

<sup>15</sup> O défice público dos Estados Unidos situou-se entre 10 e 8,2 % durante os três últimos exercícios e praticamente duplica o défice alemão.

<sup>16</sup> A explicação moderna da teoria austríaca do ciclo pode encontrar-se em Huerta de Soto 2011a.

<sup>17</sup> Skidelsky 2011.

<sup>18</sup> Constitui uma legião o número de economistas deste grupo, na sua maioria (que casualidade) provenientes da área dólar-libra. Entre eles, e a título de exemplo, poderiam citar-se os casos de

Neste grupo a inclinação para os tipos de câmbio flexíveis e para o nacionalismo monetário parece preponderar sobre o seu desejo (supomos que sincero) de impulsionar reformas de liberalização económica. Com efeito, para eles a prioridade é manter a autonomia da política monetária e poder desvalorizar (ou depreciar) a moeda local, para «recuperar competitividade» e absorver o desemprego o quanto antes e, só depois, finalmente, impulsionar as medidas de flexibilidade e liberalização. A sua ingenuidade é supina e já nos referimos à mesma quando comentámos atrás as razões do desentendimento entre Mises, pelo lado da Escola Austríaca, e Friedman, pelo lado dos teóricos de Chicago, no debate sobre os tipos de câmbio fixos contra os flexíveis. Mises sempre viu com muita clareza que os políticos dificilmente tomam medidas na direcção certa, a não ser que se vejam literalmente obrigados a isso, e que os tipos flexíveis e o nacionalismo monetário eliminavam praticamente qualquer incentivo capaz de disciplinar os políticos e de acabar com a «rigidez em baixa» dos salários (que se converte assim numa espécie de orçamento autocumprido que os monetaristas e keynesianos aceitam a pés juntos), bem como com os privilégios dos sindicatos e dos restantes grupos de pressão. E que por isso os monetaristas acabam por se converter, a longo prazo, para grande pesar seu, em companheiros de viagem das velhas doutrinas keynesianas: «recuperada a competitividade», as reformas deixam-se para depois e, o que ainda é pior, os sindicatos acostumam-se a que os efeitos perniciosos das suas políticas de restrição sejam continuamente mascarados com sucessivas desvalorizações.

Esta contradição latente entre a defesa do mercado livre e o apoio ao nacionalismo e à manipulação monetária através dos tipos «flexíveis» repete-se em muitos seguidores da interpretação mais generalizada da teoria de Robert A. Mundell sobre as «áreas monetárias óptimas»<sup>19</sup>. Estas seriam aquelas em que existiria «previamente» uma grande mobilidade de todos os factores de produção, pois, caso contrário, seria melhor compartimentá-las com moedas de âmbito mais reduzido, a fim de permitir o recurso a uma política monetária autónoma perante qualquer «choque externo». Mas devemos interrogar-nos: este raciocínio está correcto? Sem dúvida, a principal fonte de rigidez nos mercados laborais e de factores de produção encontra-se, e está consagrada, na própria intervenção e regulação estatal dos mercados, pelo que é absurdo pensar que os estados e os seus governantes irão cometer antecipadamente o haraquiri, renunciando ao seu poder e traindo a sua clientela política, com o propósito de adoptar em seguida uma moeda comum. A realidade é precisamente a inversa: só depois de se integrarem numa moeda comum (no nosso caso, o euro) é que os políticos se viram forçados a levar por diante reformas que até há bem pouco tempo teriam sido inimagináveis. Nas palavras de Walter Block: «... government is the main or only source of factor immobility. The state, with its regulations ... is the prime reason why factors of production are less mobile than they would otherwise be. In a bygone era the costs of transportation would have been the chief explanation, but with all the technological progress achieved here, this is far less important in our modern 'shrinking world'. If this is so, then under laissez-faire capitalism, there would be virtually no factor immobility. Given even the approximate truth of these assumptions the Mundellian region then becomes the entire globe

---

Robert Barro (2012), Martin Feldstein (2011) e do assessor do presidente Barak Obama, Austan Goolsbee (2011). Entre nós, ainda que por motivos diversos, devemos incluir neste grupo economistas com o prestígio de Pedro Schwartz, Francisco Cabrillo ou Alberto Recarte.

<sup>19</sup> Mundell 1961.

–precisely as it would be under the gold standard»<sup>20</sup>. E esta conclusão de Block aplica-se igualmente à zona euro, na medida em que este actua, como já dissemos, como um «*proxy*» do padrão-ouro que disciplina e limita o poder arbitrário dos políticos dos seus estados-membros.

Não podemos deixar de realçar quão errados estão keynesianos, monetaristas e mundellianos, porque raciocinam exclusivamente em termos de agregados macroeconómicos, propondo por isso, com pequenas *nuances*, o mesmo ajuste através da manipulação monetária e fiscal, «*fine tuning*», e tipos de câmbio flexíveis. Para eles, todo o trabalho a desenvolver para sair da crise deve recair, portanto, nos modelos macroeconómicos e na engenharia social. Desta forma, passa-se completamente por alto a profunda distorção microeconómica que a manipulação monetária (e fiscal) gera na estrutura de preços relativos e no tecido de bens de capital. Uma desvalorização (ou depreciação) forçada é «café igual para todos», ou seja, implica uma súbita queda percentual, linear e igual para todos, do preço dos bens e serviços de consumo e dos factores de produção. Embora isso crie, a curto prazo, a impressão de uma intensa recuperação da actividade económica e de grande absorção do desemprego, na realidade, distorce completamente a estrutura de preços relativos (pois na ausência da manipulação monetária, alguns preços deveriam cair mais, outros menos, e outros não deveriam cair em absoluto e, inclusivamente, teriam que subir), induz uma alocação incorrecta generalizada dos recursos produtivos e gera um trauma profundo que qualquer economia leva anos a digerir e a superar<sup>21</sup>. Esta é a análise microeconómica centrada nos *preços relativos* e na *estrutura da produção* que os teóricos da Escola Austríaca<sup>22</sup> têm vindo tipicamente a desenvolver e que, por contraste, se encontra completamente ausente do instrumental analítico da elite de teóricos da economia que se opõem ao euro.

Por último, e já fora do âmbito puramente académico, é até certo ponto suspeita a teimosia com que os economistas, investidores e analistas financeiros anglo-saxónicos se empenham em desprestigiar o euro, vaticinando-lhe o futuro mais obscuro. Esta impressão é apoiada pela postura hipócrita das várias Administrações dos Estados Unidos (e também, em menor medida, do Reino Unido) ao desejar (à boca pequena) que a zona euro «ponha a sua economia em ordem», esquecendo-se de mencionar, por interesse, que a crise financeira teve a sua origem no outro lado do Atlântico, ou seja, no descontrolo e nas políticas expansionistas protagonizadas, durante anos, pela Reserva Federal e cujos efeitos contagiaram o mundo através do dólar, por este continuar a ser utilizado como moeda de reserva internacional. Além disso, a pressão para que a zona euro inicie políticas monetárias pelo menos tão expansivas e irresponsáveis («*quantitative easing*») como as empreendidas nos Estados Unidos, é quase insuportável e duplamente hipócrita, pois, se fossem levadas a cabo, sem dúvida alguma iriam dar o golpe de misericórdia na moeda única europeia.

Não haverá por trás desta atitude do mundo político, económico e financeiro anglo-saxónico

---

<sup>20</sup> Block 1999, 21.

<sup>21</sup> Veja-se a excelente análise realizada por Whyte em 2012 sobre os grandes danos que a depreciação da libra está a causar em Inglaterra; e em relação aos Estados Unidos deve consultar-se Laperriere 2012.

<sup>22</sup> Huerta de Soto 2011a.

um temor oculto de que o dólar veja o seu futuro ameaçado como moeda de reserva internacional, caso o euro sobreviva e seja capaz de lhe fazer uma concorrência efectiva num futuro longínquo? Todos os indícios apontam no sentido de esta ser uma questão cada vez mais pertinente e embora, neste momento, pareça politicamente pouco correcta, põe o dedo na ferida que mais dói aos analistas e responsáveis do mundo anglo-saxónico: o euro surge como um potencial e poderosíssimo rival do dólar a nível internacional<sup>23</sup>.

Como vemos, a coligação anti-euro agrupa interesses muito variados e poderosos. Cada um deles receia o euro por motivos diferentes. Mas todos eles partilham um denominador comum: as razões em que fundamentam a sua oposição ao euro seriam as mesmas e, inclusivamente, repetir-se-iam e articular-se-iam ainda com maior rigor, se em vez de se referirem à moeda única europeia, tivessem que se confrontar com o padrão-ouro clássico como sistema monetário internacional. Com efeito, existe uma grande semelhança entre as forças que se aliaram nos anos trinta do século passado para forçar o abandono do padrão-ouro e as que hoje pretendem, até agora sem êxito, reintroduzir na Europa o velho e caduco nacionalismo monetário. Como já referimos, tecnicamente foi muito mais fácil abandonar o padrão-ouro do que hoje seria para qualquer país deixar a União Monetária. Neste contexto, não é de surpreender que se caia amiúde no recurso ao mais descarado derrotismo: anuncia-se a catástrofe e a impossibilidade de se manter a União Monetária para, acto contíguo, propor como «solução» o seu imediato desmantelamento. E convocam-se inclusivamente assembleias internacionais (obviamente, em Inglaterra, lar de Keynes e do nacionalismo monetário) em que se apresentam centenas de «peritos» e alvitadores, cada um com as suas propostas sobre a maneira melhor e mais inócua de dinamitar a União Monetária europeia<sup>24</sup>.

## **5. Os verdadeiros pecados capitais da Europa e o erro fatal do Banco Central Europeu<sup>25</sup>**

---

<sup>23</sup> «The euro, as the currency of an economic zone that exports more than the United States, has well-developed financial markets, and is supported by a world class central bank, is in many aspects the obvious alternative to the dollar. While currently it is fashionable to couch all discussions of the in doom and gloom, the fact is that the euro accounts for 37 percent of all foreign exchange market turn over. It accounts for 31 percent of all international bond issues. It represents 28 percent of the foreign exchange reserves whose currency composition is divulged by central banks» (Eichengreen 2011, 130). Guy Sorman, por seu lado, referiu-se à «atitude ambígua dos peritos e agentes financeiros dos Estados Unidos. O euro nunca lhes agradou porque, por definição, concorre com o dólar: cumprindo ordens, os supostos peritos norte-americanos explicam-nos que o euro não poderia sobreviver sem um governo económico central e um sistema fiscal único» (Sorman 2011). Em suma, é claro que os amantes da concorrência entre moedas deveriam dirigir os seus esforços contra o monopólio do dólar (por exemplo, apoiando o euro), mais do que propugnar a reintrodução e a concorrência entre «moedinhas» locais de escassa relevância (dracma, escudo, peseta, lira, libra, franco e, inclusivamente, o marco).

<sup>24</sup> Tal é o caso, por exemplo, da assembleia convocada no Reino Unido por Lord Wolfson, proprietário das lojas Next, e para a qual se apresentaram até agora nada mais nada menos que 650 «peritos» e alvitadores. Se não fosse pela evidente e grosseira hipocrisia de iniciativas deste tipo, que são sempre convocadas de fora da zona euro (e especialmente no mundo anglo-saxónico por aqueles que temem, odeiam ou depreciam o euro), deveria agradecer-se o grande esforço e interesse que eles manifestam pelo destino de uma moeda que, ao fim e ao cabo, não é a sua.

<sup>25</sup> Talvez convenha esclarecer que o autor destas linhas é um «eurocéptico» que considera que a União Europeia deveria limitar-se exclusivamente a garantir a livre circulação de pessoas, capitais e bens num contexto de moeda única (se possível, o padrão-ouro).

Ninguém pode negar que a União Europeia padece cronicamente de uma série de problemas económicos e sociais significativos. No entanto, o tão injuriado euro não é um deles. Muito pelo contrário, o euro está a funcionar como um potente catalisador que evidencia a gravidade dos verdadeiros problemas com que a Europa se defronta e acelera (ou «precipita») a tomada das medidas necessárias para os solucionar. Com efeito, hoje em dia, e graças ao euro, está cada vez mais generalizada a consciência da insustentabilidade do hipertrofiado Estado-Providência europeu e a necessidade de o submeter a importantes reformas<sup>26</sup>. O mesmo se pode dizer dos programas abrangentes de apoios e subsídios, entre os quais a Política Agrária Comum ocupa um papel de protagonismo, tanto pelos seus efeitos prejudiciais como pela sua total falta de racionalidade económica<sup>27</sup>. E, sobretudo, da cultura de engenharia social e da regulação asfixiante que, sob pretexto de harmonizar as diferentes legislações nacionais, fossiliza e impede que o mercado único europeu seja um verdadeiro mercado livre<sup>28</sup>. Hoje, mais do que nunca, é cada vez mais manifesto na zona euro o verdadeiro custo de todas estas insuficiências estruturais: sem uma política monetária autónoma, os diferentes governos vêem-se literalmente forçados a reconsiderar (e, se necessário, a reduzir) todas as suas rubricas de despesa pública, e a tentar recuperar e ganhar competitividade internacional, desregulando e flexibilizando ao máximo os seus mercados (e especialmente o mercado laboral, tradicionalmente muito rígido em muitos países da União Monetária).

Aos pecados capitais da economia europeia atrás referidos deve acrescentar-se outro, talvez ainda mais grave pelo seu carácter peculiar e sinuoso. Referimo-nos à grande facilidade com que as instituições europeias, muitas vezes por falta de visão, liderança ou convicção no próprio projecto, se deixam enredar em políticas que a longo prazo são incompatíveis com as exigências de uma moeda única e de um verdadeiro mercado único livre.

Assim, por exemplo, e em primeiro lugar, é surpreendente constatar que é cada vez mais habitual as crescentes e asfixiantes novas medidas de regulação serem introduzidas na Europa vindas do mundo académico e político anglo-saxónico e, concretamente, dos Estados Unidos<sup>29</sup>, quando, muitas vezes, as mesmas já demonstraram ser ineficazes ou fortemente perturbadoras. Esta influência maléfica já vem de longe (recordemos como os subsídios à agricultura, a legislação incorrectamente designada como «defesa da concorrência», ou as regulamentações sobre governo e «responsabilidade social corporativa» tiveram, tal como muitas outras intervenções falhadas, a sua origem

---

<sup>26</sup> Já mencionámos, por exemplo, as recentes alterações legislativas que adiam a idade da reforma para os 67 anos (com um factor de deslizamento adicional, em função da evolução futura da esperança de vida), já introduzidas ou em vias de introdução na Alemanha, França, Itália, Espanha, Portugal e Grécia. Ou a criação do chamado «co-pagamento» e da crescente privatização no âmbito da assistência médica. Passos tímidos na direcção certa que, pelo seu elevado custo político, não teriam sido tomadas fora do euro, e que contrastam com a tendência contrária da reforma da saúde de Barak Obama, ou com o evidente imobilismo ao enfrentar a incontornável reforma do National Health Service britânico.

<sup>27</sup> O'Caithnia 2011.

<sup>28</sup> Booth 2011.

<sup>29</sup> Veja-se, por exemplo, «United States' Economy: Over-regulated America: The home of laissez-faire is being suffocated by excessive and badly written regulation», *The Economist*, February 18, 2012, p. 8, e os exemplos aí citados.

precisamente nos Estados Unidos) e hoje em dia estas medidas repetem-se e reforçam-se a cada passo, como, por exemplo, em relação às Normas Internacionais de Contabilidade, ou com as tentativas, felizmente até agora falhadas, de celebrar os denominados acordos de Basileia III para o sector bancário (ou de Solvência II para o sector segurador) e que padecem de insanáveis deficiências teóricas de fundo e de graves problemas de aplicação prática<sup>30</sup>.

O segundo exemplo da influência anglo-saxónica maléfica tem a ver com o Plano Europeu de Recuperação Económica («European Economic Recovery Plan») que, sob a égide da cimeira de Washington, liderada por políticos keynesianos como Barak Obama e Gordon Brown, e com a assessoria de teóricos da economia inimigos do euro como Krugman e outros<sup>31</sup>, foi lançado em finais de 2008 pela Comissão Europeia, recomendando aos estados-membros uma expansão da despesa pública em torno de 1,5 % do P.I.B. (cerca de 200 mil milhões de euros a nível agregado). Embora alguns países, como a Espanha, tenham cometido o erro de expandir os seus orçamentos, o plano, graças a Deus e ao euro, ficou em «águas de bacalhau», para desespero dos keynesianos e dos seus acólitos<sup>32</sup>, uma vez que se tornou evidente que não servia senão para aumentar os défices, impossibilitar o cumprimento dos objectivos do Tratado de Maastricht e desestabilizar gravemente os mercados de dívida pública soberana dos países da zona euro. De novo, o euro actuou como moldura disciplinadora e travão antecipado do défice, em contraste com o descontrolo orçamental dos países vítimas do nacionalismo monetário e, em concreto, dos Estados Unidos, e especialmente Inglaterra que fechou com um défice público de 10,1 % do P.I.B. em 2010 e de 8,8 % em 2011, superado a nível mundial apenas pela Grécia e pelo Egipto. Apesar de um défice e de incentivos fiscais tão avultados, o desemprego em Inglaterra e nos Estados Unidos continua em níveis recorde (ou muito elevados) e não há meio de as respectivas economias arrancarem.

Em terceiro lugar, e sobretudo, destaca-se a crescente pressão a favor da união política europeia completa, que se pretende apresentar como a única «solução» capaz de permitir a sobrevivência do euro a longo prazo. À margem dos «eurofanáticos», que aderem sempre a qualquer pretexto que possa justificar um maior poder e centralismo a favor de Bruxelas, dois grupos confluem no apoio à união política. Por um lado, e paradoxalmente, os inimigos do euro, especialmente de origem anglo-saxónica: uns, os norte-americanos, deslumbrados perante o poder central de Washington e conscientes da impossibilidade de isso se repetir na Europa, sabem que com a sua proposta introduzem um vírus desagregador letal para o euro; outros, os britânicos, utilizam o euro como (injustificado) bode expiatório das suas frustrações (totalmente justificadas) perante o crescente intervencionismo de Bruxelas. O segundo grupo é constituído por todos os teóricos e pensadores que crêem que só a disciplina imposta por um órgão governamental central pode garantir os objectivos de défice e de dívida pública estabelecidos em Maastricht. Esta crença é errónea. O próprio mecanismo da União Monetária garante, tal como o padrão-ouro, que os países que abandonem o rigor e a estabilidade orçamentais vejam perigar a sua solvência e sejam

---

<sup>30</sup> Huerta de Soto 2003 e 2008.

<sup>31</sup> Sobre a histeria a favor dos grandiosos estímulos fiscais desse período pode consultar-se Fernando Ulrich 2011.

<sup>32</sup> Krugman 2012.

obrigados a tomar urgentemente medidas no sentido de restabelecer a sustentabilidade das suas finanças públicas se não quiserem ver-se forçados a suspender pagamentos.

Não obstante o atrás referido, o problema mais grave não radica na ameaça de impossibilidade de união política, mas sim no facto inquestionável de que uma política de expansão creditícia, mantida de forma sustentada por parte do Banco Central Europeu durante uma etapa de aparente bonança económica, é capaz de eliminar, pelo menos temporariamente, o efeito disciplinador do euro sobre os agentes económicos de cada país. E assim, por exemplo, *o erro fatal do Banco Central Europeu consistiu em não ser capaz de isolar e proteger a Europa da grande expansão creditícia orquestrada a nível mundial pela Reserva Federal dos Estados Unidos a partir de 2001*. Durante vários anos, em flagrante incumprimento do Tratado de Maastricht, o Banco Central Europeu permitiu que a M3 crescesse para níveis superiores a 9 % ao ano, muito acima do objectivo dos 4,5 % de crescimento da massa monetária estabelecido no Tratado<sup>33</sup>. Além disso, este crescimento, embora sendo sensivelmente menos insensato que o levado a cabo pela Reserva Federal dos Estados Unidos, distribuiu-se de modo desigual entre os países da União Monetária, com um impacto desproporcionado nos estados periféricos (Espanha, Portugal, Irlanda e Grécia) que viram crescer os seus agregados monetários a um ritmo muito superior, entre três e quatro vezes, ao que se verificava em França ou na Alemanha. Podem invocar-se várias razões para explicar este fenómeno, desde a pressão da França e da Alemanha para que a política monetária não fosse, durante esses anos, demasiado restritiva para eles, até à absoluta miopia dos países periféricos que, não querendo reconhecer que estavam instalados numa bolha especulativa, também não souberam, como no caso de Espanha, dar instruções terminantes aos seus representantes no Conselho do BCE para que fizessem do cumprimento estrito dos objectivos de crescimento monetário estabelecidos no próprio Tratado de Maastricht um assunto de estado. Com efeito, durante os anos anteriores à crise, todos estes países, à excepção da Grécia<sup>34</sup>, cumpriram folgadoamente os limites de défice de 3 %, e alguns, como Espanha e Irlanda, até fecharam as suas contas públicas com significativos *superavits*<sup>35</sup>. Deste modo, embora se tenha conseguido manter o coração da União Europeia à margem do processo de exuberância irracional dos Estados Unidos, este reflectiu-se com intensa virulência nos países periféricos da Europa, sem que ninguém, ou muito poucos, tenham feito um diagnóstico correcto do grave perigo do que se estava a

---

<sup>33</sup> Em concreto, o crescimento médio da M3 na zona euro, de 2000 a 2011, supera os 6,3 %, devendo salientar-se os aumentos verificados durante os anos da bolha 2005 (de 7 % a 8 %), 2006 (de 8 % a 10 %) e 2007 (de 10 % a 12 %). Os dados atrás referidos evidenciam, tal como já se disse, que o objectivo do défice zero, ainda que louvável, é apenas uma condição necessária mas não suficiente de estabilidade: ao longo de um ciclo induzido pela expansão creditícia, podem assumir-se compromissos de despesa pública durante a época expansiva com a falsa tranquilidade gerada pelos superavits, que rapidamente, ao chegar a inevitável recessão, são de todo insustentáveis. Isto demonstra que o objectivo do défice zero requer, além disso, uma economia não sujeita aos vaivéns da expansão creditícia ou, pelo menos, que durante os anos de expansão se feche os orçamentos com superavits muito mais avultados.

<sup>34</sup> A Grécia seria, portanto, o único caso a que se poderia aplicar o argumento de «tragédia dos bens comunitários» em relação ao euro, desenvolvido em Bagus 2010. Pelo que argumentámos no texto, cremos que, como já referimos, o notável livro de Bagus, mais do que *The Tragedy of the Euro*, deveria ter-se intitulado *The Tragedy of the European Central Bank*.

<sup>35</sup> Os *superavits* em Espanha foram de 0,96 %, 2,02 % e 1,90 % em 2005, 2006 e 2007, respectivamente. Os da Irlanda, de 0,42 %, 1,40 %, 1,64 %, 2,90 % e 0,67 % em 2003, 2004, 2005, 2006 e 2007, respectivamente.

passar<sup>36</sup>. Se os académicos e responsáveis políticos, tanto dos países afectados como do Banco Central Europeu, em vez de utilizar o instrumental analítico macroeconómico e monetarista importado do mundo anglo-saxónico, tivessem utilizado o correspondente à Teoria Austríaca do Ciclo Económico<sup>37</sup> – ao fim e ao cabo, um produto do mais genuíno pensamento económico continental – teriam podido detectar a tempo o carácter, em grande medida artificial, da prosperidade desses anos, a insustentabilidade de muitos dos investimentos (especialmente os relacionadas com a promoção imobiliária) que estavam a ser empreendidos, encorajados pela grande facilidade creditícia e, em suma, que o surpreendente afluxo de receitas públicas crescentes ia ser de muito curta duração. No entanto, e felizmente, embora o Banco Central Europeu não tenha estado no último ciclo à altura do que os cidadãos europeus teriam direito a exigir dele, e de facto poder-se-ia classificar a sua política como uma «grave tragédia», a lógica do euro como moeda única acabou por se impor, revelando os erros cometidos e obrigando cada um a retomar a senda do controlo e da austeridade. No próximo ponto comentaremos brevemente a forma específica como o Banco Central Europeu desenvolveu a sua política durante a crise, e como e em que é que esta se diferencia da levada a cabo pelos bancos centrais dos Estados Unidos e de Inglaterra.

## **6. Euro vs. dólar (e libra) e Alemanha vs. EUA (e R.U.)**

Um dos aspectos mais salientes do último ciclo, que terminou com a última Grande Recessão de 2008 é, sem dúvida, o comportamento divergente das políticas monetárias e fiscais da zona anglo-saxónica, baseada no nacionalismo monetário, e as levadas a cabo pelos países que integram a União Monetária Europeia. Com efeito, a partir da crise financeira e da recessão económica iniciadas em 2007-2008, tanto a Reserva Federal como o Banco de Inglaterra empreenderam políticas monetárias que consistiram na redução, praticamente a zero, dos tipos de juros, na injeção massiva de meios de pagamento, conhecida pela expressão eufemística «*quantitative easing*», e na massiva e contínua monetização directa e despudorada da dívida pública soberana<sup>38</sup>. A esta política monetária hiperlassa (na qual confluem as recomendações dos monetaristas e dos keynesianos), acresce o enérgico incentivo fiscal resultante, tanto nos Estados Unidos como em Inglaterra, dos défices orçamentais que andaram próximo dos 10 % dos respectivos Produtos Internos Brutos (que, no entanto, não são considerados, nem de longe, suficientes, pelo menos para os keynesianos mais recalcitrantes como Krugman e outros).

Contrastando com o que acontece com o dólar e a libra, por sorte, na zona euro, nem a injeção monetária pode ser efectuada com tanta facilidade, nem o descontrolo orçamental pode manter-se indefinidamente com tanta impunidade. Pelo menos em teoria, o Banco Central Europeu carece de competências para monetizar a dívida pública europeia e, embora a tenha aceite como garantia dos seus avultados empréstimos ao sistema

---

<sup>36</sup> Como excepção, poder-se-ia citar o autor destas linhas, Huerta de Soto 2011a.

<sup>37</sup> Ibidem.

<sup>38</sup> Neste momento (2011-2012) a Reserva Federal adquire directamente cerca de 40 % da dívida pública norte-americana de nova emissão. E algo parecido se pode dizer em relação ao Banco de Inglaterra que é detentor directo de 20 % de toda a dívida pública soberana do Reino Unido. Perante estes números, a monetização (indirecta e directa) levada a cabo pelo Banco Central Europeu parece uma «brincadeira de crianças».



bancário, e inclusivamente a partir do Verão de 2011 tenha adquirido directamente e de forma esporádica obrigações dos países periféricos mais ameaçados (Itália, Espanha), o certo é que existe uma diferença económica fundamental entre a forma de actuar dos Estados Unidos e Inglaterra e a política que se está a praticar na Europa Continental: enquanto a agressão monetária e o descontrolo orçamental são deliberadamente empreendidos no mundo anglo-saxónico sem pudor nem qualquer reparo, na Europa este tipo de políticas são implementadas, digamos, «contra vontade», depois de múltiplas, sucessivas e intermináveis «cimeiras», fruto de longas e duras negociações com muitos grupos políticos em que é necessário conseguir o acordo de países com interesses muito diversos. E o que é mais importante, *as injeções monetárias e o apoio à dívida dos países em dificuldades são sempre doseadas e levadas a cabo em troca de reformas baseadas na austeridade orçamental (e não no incentivo fiscal) e na introdução de políticas de oferta que consistem em impulsionar a liberalização e competitividade dos mercados*<sup>39</sup>. E, ainda que tivesse sido preferível efectuar-la muito antes, a suspensão de pagamentos «de facto» do Estado grego, que conseguiu um perdão da dívida («hair cut») próximo dos 75 % dos investidores privados que erradamente confiaram na sua dívida, enviou um sinal iniludível aos mercados que não deixa outra saída para os restantes países em dificuldades senão enfrentar com rigor, energia e sem qualquer dilação todas as reformas necessárias. E como já vimos, inclusivamente estados como a França, até agora aparentemente intocáveis e acomodados num estado-providência hipertrofiado, verificaram que perdiam a qualificação creditícia máxima da sua dívida, aumentando o diferencial com o *bund* alemão e vendo-se cada vez mais obrigados a empreender reformas de austeridade e liberalização, se não quisessem ver perigar a sua pertença até agora indiscutível ao «núcleo duro» da zona euro

40.

Do ponto de vista político, é sob todos os aspectos evidente a liderança protagonista da Alemanha (e em especial da sua chanceler Angela Merkel), impulsionando todo este processo de saneamento e austeridade (e opondo-se a todo o tipo de propostas torpes que, tal como a emissão de «obrigações europeias», eliminariam os incentivos de que os diversos países dispõem actualmente para actuarem com rigor). Muitas vezes contra ventos e marés, pois, por um lado, são constantes as pressões políticas internacionais de incentivo fiscal, especialmente por parte da Administração norte-americana de Barak Obama, que

---

<sup>39</sup> Luskin e Roche Kelly chegaram inclusivamente a referir-se à «Europe's Supply-Side Revolution» (Luskin e Roche Kelly 2012). É igualmente muito significativo o «Plano para o crescimento na Europa» introduzido no passado dia 20 de Fevereiro de 2012 pelos líderes de doze países da União Europeia (entre os quais se encontram Itália, Espanha, Holanda, Finlândia, Irlanda e Polónia), que inclui apenas políticas de oferta e não menciona qualquer medida de incentivo fiscal. Tal como o manifesto «Initiative for a Free and Prospering Europe» (IFPE) assinado em Bratislava, entre outros pelo autor destas linhas, em Janeiro de 2012. Em suma, parece ser prioritária uma mudança de modelo em países que, como Espanha, tenham de transitar de uma economia especulativa e «quente», baseada na expansão creditícia, para uma economia «fria» baseada na competitividade. Com efeito, se se baixarem os preços («deflação interna») e se se reajustar a estrutura de preços relativos, num contexto de liberalização económica e de reformas estruturais, surgirão múltiplas oportunidades de vantagem empresarial em investimentos sustentáveis, que, numa zona monetária tão extensa como a do euro, têm garantido o seu financiamento. Desta forma, conseguir-se-á o necessário saneamento e garantir-se-á a tão ansiada recuperação, de novo fria, sustentável e baseada na competitividade, das nossas economias.

<sup>40</sup> Neste contexto, e tal como já explicámos no ponto dedicado à «diversificada coligação anti-euro», não é de estranhar que o candidato socialista à presidência de França, F. Hollande, se tenha manifestado, tal como referimos na nota 11, contra a incontornável disciplina imposta pelo euro.

utiliza a «crise do euro» como cortina de fumo para ocultar o fracasso das suas próprias políticas. E, por outro lado, enfrenta a incompreensão e a oposição de todos aqueles que só desejam permanecer no euro por aquilo que os favorece, ao mesmo tempo que se rebelam violentamente contra a amarga disciplina que a moeda única europeia nos impõe a todos e, em especial, aos políticos mais demagogos e aos grupos de interesses privilegiados mais irresponsáveis.

De qualquer modo, e a título ilustrativo que compreensivelmente desespera os keynesianos e os monetaristas, há que salientar o resultado muito desigual que tiveram até agora as políticas norte-americanas de incentivo fiscal e «*quantitative easing*» monetário, comparativamente com o das políticas de oferta e relativa austeridade fiscal alemãs no contexto monetário do euro: défice público, na Alemanha 1 %, nos Estados Unidos superior a 8,20 %; desemprego, na Alemanha 5,9 %, nos Estados Unidos próximo dos 9 %; inflação, na Alemanha 2,5 %, nos Estados Unidos superior a 3,17 %; crescimento do PIB, Alemanha 3 %, Estados Unidos 1,7 % (os parâmetros de Inglaterra, por seu lado, são um decalque agravado dos norte-americanos). O choque de paradigmas e o contraste de resultados não podem ser mais evidentes<sup>41</sup>.

## 7. Conclusão: Hayek versus Keynes

À semelhança do que aconteceu no passado com o padrão-ouro, hoje há uma legião de indivíduos que criticam e odeiam o euro por aquilo que não é senão a sua principal virtude: a capacidade de disciplinar os políticos perdulários e os grupos de pressão. É óbvio que o euro não é, de forma alguma, o padrão monetário ideal que, como vimos no ponto 1, só seria possível com um padrão-ouro clássico, uma reserva de tesouraria de 100 % para os depósitos à vista e a abolição do Banco Central. E assim, é muito possível que, depois de passar algum tempo e de a memória histórica dos recentes acontecimentos monetários e financeiros se esfumar um pouco, o Banco Central Europeu caia de novo nos seus graves erros passados, impulsionando e acomodando uma nova bolha de expansão creditícia<sup>42</sup>. Mas não devemos esquecer que os pecados da Reserva Federal e do Banco de Inglaterra foram ainda muito piores e que, pelo menos na Europa Continental, o euro acabou com o nacionalismo monetário e para os estados da União Monetária está a funcionar, ainda que timidamente, como um «*proxy*» do padrão-ouro, impulsionando o rigor orçamental e as reformas tendentes a melhorar a competitividade e pondo fim aos abusos do Estado-Providência e da demagogia política.

Em todo o caso, há que reconhecer que nos encontramos numa conjuntura histórica<sup>43</sup>. Da

---

<sup>41</sup> Dados estimados em 31 de Dezembro de 2011.

<sup>42</sup> Referi-me noutra local às reformas incrementais que, como a separação radical entre a banca comercial e a banca de investimento (tipo Glass Steagal Act), poderiam melhorar um pouco o euro. Por outro lado, é em Inglaterra que, paradoxalmente (ou nem tanto, tendo em conta o dano social devastador gerado pela sua crise bancária), mais eco tiveram as minhas propostas, chegando mesmo a ser apresentado no Parlamento Britânico um projecto de lei para complementar a Lei de Peel de 1844 (curiosamente ainda em vigor) estipulando a reserva de tesouraria de 100 % para os depósitos à vista. O consenso aí alcançado para separar a banca comercial da banca de investimento deve ser considerado um (muito tímido) passo na direcção certa (Huerta de Soto 2010 e 2011b).

<sup>43</sup> O meu tio político, o empresário navarro Javier Vidal Sario, perfeitamente lúcido e activo aos 93 anos de idade, confirma-me que na sua longa vida nunca tinha testemunhado, nem sequer durante os anos

sobrevivência do euro depende a capacidade de toda a Europa interiorizar e adoptar a tradicional estabilidade monetária alemã, que na prática é a única moldura disciplinadora imprescindível a partir da qual, a curto e médio prazo, se pode continuar a impulsionar a competitividade e o crescimento da União Europeia. A nível mundial, a sobrevivência e consolidação do euro permitirá que, pela primeira vez desde a Segunda Guerra Mundial, surja uma divisa capaz de competir efectivamente com o monopólio do dólar como moeda de reserva internacional e, portanto, de disciplinar a capacidade da América do Norte de reiniciar crises financeiras sistémicas que, como a de 2007, colocam continuamente em perigo a ordem económica mundial.

Há pouco mais de oitenta anos, o mundo defrontou-se com um contexto histórico muito semelhante ao actual, quando se debatia entre manter o padrão-ouro, e com este a austeridade orçamental, a flexibilidade laboral e o comércio livre e pacífico; ou abandonar o padrão-ouro, alargando a todo o mundo o nacionalismo monetário, as políticas inflacionistas, a rigidez laboral, o intervencionismo e o «fascismo económico» e o proteccionismo comercial. Hayek, e os teóricos austríacos liderados por Mises, fizeram um esforço intelectual titânico, analisando, explicando e defendendo as vantagens do padrão-ouro e do comércio livre, contra os teóricos que, encabeçados por Keynes e pelos monetaristas, apostavam em dinamitar os fundamentos monetários e fiscais da economia liberal, que até então havia impulsionado a Revolução Industrial e o avanço da civilização<sup>44</sup>. Nessa ocasião, o pensamento económico acabou por enveredar por caminhos muito diferentes dos defendidos por Mises e Hayek, com os nefastos resultados económicos, políticos e sociais conhecidos de todos. E como consequência, ainda hoje, já em pleno século XXI, inacreditavelmente, o mundo continua afligido pela instabilidade financeira, pela falta de rigor orçamental e pela demagogia política. Por tudo isso, mas sobretudo porque a economia mundial urgentemente necessita, nesta nova ocasião Mises e Hayek<sup>45</sup> merecem finalmente triunfar, e o euro (pelo menos provisoriamente e enquanto não for substituído definitivamente por um padrão-ouro) merece sobreviver seja como for<sup>46</sup>.

---

do Plano de Estabilização de 1959, um esforço colectivo de disciplina orçamental e institucional e de saneamento económico comparável ao actual, com o histórico valor acrescentado de se realizar não num país concreto (por exemplo, Espanha), nem em relação a uma moeda específica (por exemplo, a peseta), mas sim estendendo-se a toda a Europa, protagonizado por centenas de milhões de pessoas e no contexto de uma unidade monetária comum (o euro).

<sup>44</sup> Já em 1924, o grande economista norte-americano Benjamín M. Anderson escrevia o seguinte: «Economical living, prudent financial policy, debt reduction rather than debt creation – all these things are imperative if Europe is to be restored. And all these are consistent with a greatly improved standard of living in Europe, if real activity be set going once more. The gold standard, together with natural discount and interest rates, can supply the most solid possible foundation for such a course of events in Europe». Indubitavelmente, a história repete-se mais uma vez (Anderson 1924). Agradeço ao meu colaborador Antonio Zanella ter-me chamado a atenção para esta citação.

<sup>45</sup> A conjuntura histórica reproduz-se, além disso, com toda a crueza na China, cuja economia se encontra neste momento à beira do colapso expansivo e inflacionário. Veja-se «Keynes versus Hayek in China», *The Economist*, 30 de Dezembro de 2011.

<sup>46</sup> Como já vimos, também Mises, o grande defensor do padrão-ouro e da banca livre com uma reserva de tesouraria de 100 %, nos anos de 1960, se opôs frontalmente aos teóricos dos tipos de câmbio flexíveis liderados por Friedman, denunciando a conduta do seu discípulo Machlup, quando este abandonou a defesa dos tipos de câmbio fixos. Agora, cinquenta anos depois, e a propósito do euro, a história repete-se igualmente: naquela ocasião também triunfaram os seguidores do nacionalismo monetário e da instabilidade cambial, com as consequências que todos conhecem. Desta vez, esperamos que se tenha aprendido a lição e que seja Mises que saia triunfante. O mundo necessita e ele merece.

## Bibliografia

Anderson, B.M. (1924). «Cheap Money, Gold, and the Federal Reserve Bank Policy», *Chase Economic Bulletin*, vol. IV, n.º 3, 4 de Agosto de 1924, p. 9.

Bagus, P. (2010). *The Tragedy of the Euro*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama 2010 (edição espanhola de Unión Editorial, Madrid 2011).

Barro, R. (2012). «An Exit Strategy From the Euro», *The Wall Street Journal*, terça-feira 10 de Janeiro de 2012, p. 16.

Block, W. (1999). «The Gold Standard: A Critique of Friedman, Mundell, Hayek and Greenspan from the Free Enterprise Perspective», *Managerial Finance*, vol. 25, n.º 5, pp. 15-33.

Booth, P. (2011). «Europe's Single Market Isn't a Free Market», *The Wall Street Journal*, sexta-feira, 23 de Dezembro de 2011, p. 17.

Cabrillo, F. (2012). «Encadenados al Euro», *Expansión*, 30 de Janeiro de 2012, p. 39.

Draghi, M. (2012). «Continental's social model is 'gone'», *The Wall Street Journal Europe*, 24 de Fevereiro de 2012.

Eichengreen, B. (2011). *The Rise and the Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press, Oxford e Nova Iorque 2011.

Estefanía, J. (2011). «Constitución antipática», *El País*, segunda-feira, 12 de Dezembro de 2011, p. 29.

Feldstein, M. (2011). «The Euro Zone's Double Failure», *The Wall Street Journal*, sexta-feira-domingo 16 de Dezembro de 2011, p. 17.

Gallo, A. (2012). «Trade Policy and Protectionism in Argentina», *Economic Affairs*, vol. 32, n.º 1, Fevereiro 2012, pp. 55-59.

Golsbee, A. (2011). «Europe's Currency Road to Nowhere», *The Wall Street Journal*, quarta-feira, 30 de Novembro de 2011, p. 18.

Hartwell, R.M. (1995). *A History of the Mont Pèlerin Society*, Liberty Fund, Indianapolis.

Hayek, F.A. (1971). *Monetary Nationalism and International Stability*, Augustus M. Kelley, Nova Iorque [Primeira edição Longmans, Green, Londres 1937].

Hayek, F.A. (1978). *Unemployment and Monetary Policy: Government as Generator of the "Business Cycle"*, Cato Institute, San Francisco, California. Conferência proferida em 8 de

Fevereiro de 1975 com o título «Inflation, Misdirection of Labor and Unemployment» na Academia Nazionale dei Lincei de Roma por ocasião do 100.º aniversário de Luigi Einaudi.

Hollande, F. (2012). «La vía de la austeridad es ineficaz, letal e peligrosa», *La Gaceta*, quinta-feira, 26 de Janeiro de 2012, p. 1.

Huerta de Soto, J. (2003). «Nota crítica sobre la propuesta de reforma de las normas internacionales de contabilidad», *Partida Doble*, n.º 21, Abril 2003, pp. 24-27.

Huerta de Soto, J. (2008). «El error fatal de Solvencia II», *Partida Doble*, n.º 199, Maio 2008, pp. 92-97.

Huerta de Soto, J. (2010). «Algunas reflexiones complementarias sobre la crisis económica e la teoría del ciclo», *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, vol. VII, n.º 2, Outono 2010, pp. 193-203.

Huerta de Soto, J. (2011a). *Dinero, crédito bancario e ciclos económicos*, 5.ª edição, Unión Editorial, Madrid [Primeira edição de 1998]. Edição inglesa *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, 3rd revised edition 2012, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, E.U.A. [Primeira edição em inglês de 2006, primeira edição espanhola de 1998].

Huerta de Soto, J. (2011b). «Economic Recessions, Banking Reform and the Future of Capitalism», *Economic Affairs*, vol. 31, n.º 2, Junho 2011, pp. 76-84.

Krugman, P. (2012). «El desastre de la austeridad», *El País*, 31 de Janeiro de 2012 (publicado em inglês com o título «The Austerity Debacle», *The New York Times*).

Laperriere, A. (2012). «The High Cost of the Fed's Cheap Money», *The Wall Street Journal*, terça-feira, 6 de Março de 2012.

Luskin, D.L. e Roche Kelly, L. (2012). «Europe's Supply Side Revolution», *The Wall Street Journal*, segunda-feira, 20 de Fevereiro de 2012, p. 17.

Mises, L. von (1966). *Human Action: A Treatise on Economics*, 3.ª edição, Henry Regnery, Chicago, E.U.A..

Mises, L. von (1969). *Omnipotent Government: The Rise of Total State and Total War*, Arlington House, New Rochelle, Nova Iorque.

Mises, L. von (2012). *La teoría del dinero y del crédito*, 2ª edição, Unión Editorial, Madrid (1.ª edição alemã de 1912).

Mises, M. von (1984). *My Years with Ludwig von Mises*, Center for Futures Education, Iowa, E.U.A..

Mundell, R. (1961). «Optimal Currency Areas», *The American Economic Review*, vol. 51,

Setembro 1961, pp. 657-664.

O’Caithnia, B. (2011). «Compounding Agricultural Poverty: How the EU’s Common Agricultural Policy is Strangling European Recovery», em *Institutions in Crisis: European Perspectives on the Recession*, David Howden (ed.), Edward Elgar, Cheltenham, Reino Unido e Northampton, E.U.A., 2011, pp. 200-228.

Skidelsky, R. (2011). «Nueva contienda Keynes-Hayek», *La Vanguardia*, 6 de Outubro de 2011, p. 21.

Sorman, G. (2011). «La crisis del euro no va a tener lugar», *ABC*, 30 de Outubro de 2011, p. 54.

Stiglitz, J. (2012). «Después de la austeridad», *El País*, 13 de Maio de 2012, Negocios, p. 19.

Ulrich, F. (2011). «Fiscal Stimulus, Financial Ruin», em *Institutions in Crisis: European Perspectives on the Recession*, David Howden (ed.), Edward Elgar, Cheltenham, Reino Unido e Northampton, E.U.A., 2011, pp. 142-163.

Vidal-Folch, X. (2012). «Heroica reconstrucción del Estado fallido griego», *El País*, quinta-feira 23 de Fevereiro de 2012, p. 21.

Whyte, J. (2011). «El alto coste de una libra barata», *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, vol. VIII, n.º 2, Outono 2011, pp. 287-289. (Originariamente publicado em *The Wall Street Journal*, 17 de Maio de 2011).