

O padrão-ouro não é uma alternativa adequada para os problemas monetários atuais

*Leonidas Zelmanovitz**

Resumo

Nem os atuais sistemas monetários de moedas nacionais fiduciárias e de curso legal forçoso e nem qualquer variação do padrão-ouro são sistemas monetários ideais. O problema com tais sistemas é que o meio de troca e a unidade de valor são os mesmos e, para superar os defeitos é necessária uma separação de funções monetárias.

Palavras-chave: Padrão-ouro, Moeda fiduciária, Funções monetárias, Separação, Demanda por moeda, Estabilidade de valor.

The Gold Standard Is Not An Adequate Alternative to the Current Monetary Problems

Abstract: Neither current monetary systems of national legal tender fiat money nor any variation of the gold standard are ideal monetary systems. The problem with those systems is that the medium of exchange and the value unit are the same and to overcome their shortcomings it is necessary a separation of functions.

Keywords: Gold-Standard, Fiat Money, Separated Monetary Functions, Demand for Money, Stability of Value.

Classificação JEL: E42

* **Leonidas Zelmanovitz** nasceu em 11 de abril de 1961, em Porto Alegre, no Rio Grande do Sul. É *Fellow* do Liberty Fund e membro do Conselho Editorial de *MISES: Revista Interdisciplinar de Filosofia, Direito e Economia*. Cursou a graduação em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e mestrado em Economia Austríaca e Ph.D. em Economia Aplicada pela Universidade Rey Juan Carlos, em Madri, na Espanha. Foi fundador e presidente da empresa Mercúrio D.T.V.M. S.A., além de presidente do Instituto de Estudos Empresariais (IEE) e do Instituto Liberdade do Rio grande do Sul (IL-RS). É autor de inúmeros artigos acadêmicos publicados em diferentes periódicos.

E-mail: lzelmanovitz@libertyfund.org

INTRODUÇÃO

Com este trabalho pretendo argumentar que nem nossos sistemas monetários atuais de moedas nacionais fiduciárias e curso legal forçado e nem, tampouco, qualquer variação do padrão-ouro, são sistemas monetários ideais. O problema com tais sistemas é que o meio de troca e a unidade de valor são os mesmos.

Em virtude de tal duplicidade de funções, um sistema com as características adequadas para suprir uma dessas funções poderá não ter as características adequadas para executar a outra função e isso é o que acontece tanto com os sistemas de papel-moeda como com o padrão-ouro. Enquanto a flexibilidade da oferta de dinheiro em sistemas de moeda fiduciária é prejudicial para a estabilidade de preços, mas pode ser benéfica ao permitir suprir facilmente súbitas mudanças na demanda por moeda, a flexibilidade (relativamente mais baixa) da oferta de dinheiro em um sistema de padrão-ouro, ainda que seja boa para a estabilidade dos preços, torna o sistema exposto a violentas rupturas quando há aumentos repentinos na demanda por dinheiro. Portanto, o argumento desse estudo é que se forem adequadamente compreendidas, as deficiências de tais sistemas fiam-se em um elemento-chave dos próprios modelos institucionais (isto é, as funções simultâneas de meio de troca e unidade de valor que as moedas modernas desempenham); logo, a busca por um sistema monetário ideal deve levar a instituições monetárias diferentes daquelas mencionadas e discutiremos aqui quais serão elas¹.

¹ Os argumentos apresentados nesse estudo não são somente uma aplicação do método de pesquisa proposto na minha dissertação de doutorado "Dinheiro – O que é e para que serve? – A ontologia e funcionalidade da moeda – Uma dissertação sobre os fundamentos filosóficos das instituições monetárias", mas também resumem algumas das conclusões daquele trabalho.

I - A DIMENSÃO DA FLEXIBILIDADE DA OFERTA DE DINHEIRO

Uma das dimensões pela qual os sistemas monetários podem variar é quão flexível a oferta de dinheiro se apresenta sob cada sistema. No entanto, antes de avançar, gostaria de chamar a atenção para o fato de que quando discutimos flexibilidade da oferta de dinheiro, podemos usar esse conceito com dois significados distintos.

O primeiro significado é o sentido literal de flexibilidade. Nesse sentido, em um extremo do contínuo haveria um sistema com uma quantia de dinheiro "*Numerus clausus*" como citado por Alexander Del Mar (1836-1926). Haverá, digamos, uma emissão de um milhão de notas de um dólar e esse número não pode ser alterado, e nada, além disso, poderá ser usado para liquidar débitos em dinheiro. No extremo oposto, haverá um sistema monetário sem quaisquer restrições à produção de moeda, nenhum monopólio da oferta de dinheiro, nenhuma lei de curso legal e nenhuma regra bancária em relação à expansão do multiplicador da moeda. No entanto, não é nesse sentido que normalmente falamos sobre a flexibilidade na oferta de dinheiro; comumente usamos o conceito de flexibilidade para classificar o quanto as mudanças na oferta de dinheiro são determinadas por uma decisão humana consciente e centralizada, isto é, por decreto. Nesse último sentido, os dois sistemas monetários, os quais representam os extremos em relação ao quanto de flexibilidade podemos ter considerando a oferta de dinheiro, são em um extremo, um sistema de padrão-ouro inflexível e no outro extremo, uma moeda nacional fiduciária de curso legal forçado e banco central.

Esses dois extremos são tipos ideais e podemos defini-los como se segue.

Um padrão de moeda metálica totalmente inflexível é o sistema que talvez tenha existido na Grécia e em Roma durante a Antiguidade Clássica em que o meio de troca eram as moedas de ouro e prata, quando não

havia dinheiro em notas ou outros instrumentos de crédito que pudessem ser usados como dinheiro. A oferta de dinheiro era limitada à existência de metal já em circulação e à exploração mineira de metais preciosos. Mesmo sob esse sistema, pode-se observar que havia a possibilidade de aumentar a oferta de dinheiro pelas importações de metal em barras ou cunhado e pela produção mineira; e ainda que instrumentos de crédito já existissem, esses instrumentos não eram monetizáveis. Portanto, mesmo sob o mais inflexível dos sistemas concebíveis, é verdade que o dinheiro não podia ser criado por decreto, mas mesmo assim, a oferta de um meio para as trocas indiretas² não era totalmente inflexível no sentido literal.

Também vale a pena ressaltar que um sistema com uma exigência de 100% de encaixe sobre depósitos bancários, diga-se de passagem, um sistema que nunca existiu na prática, seria mais flexível na oferta de dinheiro do que o sistema metálico puro descrito acima; na medida em que, por exemplo, no mínimo, os depósitos a prazo poderiam ser monetizados através de instrumentos como fundos de renda fixa com resgate diário (*MMMMF*).

O sistema monetário com a oferta de dinheiro mais flexível concebível no segundo sentido será aquela em que a moeda não é somente de curso legal, mas também de curso forçado (isto é, não é somente boa para saldar todos os pagamentos, mas também é a única maneira aceita de liquidar obrigações em dinheiro naquela jurisdição), a moeda não pode ser convertida em outras moedas, há controles de capitais e os regulamentos bancários dão discrição às autoridades monetárias e fis-

cais para mobilizar tanto das economias existentes quanto desejem, o que lhes permite, até certo ponto, monetizar a dívida pública. É importante notar que mesmo nesse sistema onde a oferta de moeda é muito flexível, ela ainda encontra restrições; apesar de a demanda por dinheiro poder ser manipulada, ela não pode ser controlada e, portanto, há um limite de quanto dinheiro pode ser produzido sem riscos de colapso do sistema monetário. Em relação à classificação dos sistemas monetários atuais, todos têm características que nos permitem classificá-los como muito próximos ao extremo de uma oferta flexível em ambos os sentidos de variações ilimitadas e discrição total. Porém é de se chamar atenção para o fato de que a flexibilidade da oferta de dinheiro no segundo sentido, isto é, considerando que as autoridades monetárias têm discrição para fazer mudanças na oferta de dinheiro não é, necessariamente, algo negativo e o oposto, ou seja, uma oferta de dinheiro que varia o mínimo possível (primeiro sentido) e as variações que de fato ocorrem, acontecem tantas quanto possíveis em consequência de uma soma de decisões individuais e não por deliberação racional (segundo sentido) não é, necessariamente, algo positivo.

O argumento óbvio contra a flexibilidade na oferta de dinheiro é que a mesma pode ser abusada e mais dinheiro será produzido do que os detentores de dinheiro têm interesse em sustentar e, portanto, o valor da moeda será diluído. Há outros argumentos contra uma oferta flexível de dinheiro, mas a razão mencionada já é suficiente para impugná-la. Mencionaremos agora um argumento contra uma oferta de dinheiro inflexível. Vamos assumir que a demanda de dinheiro possa variar dramaticamente sob algumas circunstâncias. Pode ser uma guerra ou outra catástrofe que resulte em grande ansiedade acerca do futuro e com isso um aumento na demanda por dinheiro. Com uma quantidade de dinheiro relativamente constante, um aumento repentino na demanda por dinheiro forçará vendas a qualquer preço e colapso econômico.

² A definição de dinheiro utilizada nesse trabalho é a definição *GAMOE* de Carl Menger (1840-1921). O dinheiro é “O meio de troca geralmente aceito” (MENGER, Carl. *Principles of Economics*. Grove City: Libertarian Press, 1994. p. 280). Embora definições mais restritas tais como “Base monetária” ou “Agregados monetários” acrescentariam mais precisão, minha opinião é que o uso dessas definições resulta em uma representação menos adequada da realidade e portanto, a definição *GAMOE* é superior.

Mesmo em circunstâncias menos tumultuadas, uma oferta monetária relativamente inflexível não é necessariamente algo que se ajustaria automaticamente às mudanças na demanda por dinheiro sem mudanças importantes no valor da moeda. Por estarmos utilizando o conceito de (in)flexibilidade no sentido de não sujeita a deliberação racional, isso não significa que nunca se aplique o outro significado. Um sistema que atenderia perfeitamente às “necessidades do comércio”³, isto é, que ajustaria perfeita e automaticamente a oferta e a demanda de dinheiro não é necessariamente aquele em que a oferta de dinheiro é determinada pelas incertezas da mineração do ouro, por exemplo. Um regime monetário de resgate em metal precioso é, de fato, uma limitação na oferta de dinheiro, mas isso não resultará automaticamente numa oferta de dinheiro “perfeita”.

Portanto, do que se viu até agora podemos concluir que o sistema monetário que apresenta uma oferta de dinheiro “ideal” não é necessariamente inflexível (no sentido literal), tampouco o que tenha total discricção na produção de dinheiro, mas sim aquele em que a oferta de dinheiro é a mais próxima possível da verdadeira demanda por dinheiro a todo o momento e a um valor estável; e a estabilidade do valor é o assunto a ser discutido a seguir.

II - ESTABILIDADE DE VALOR

Um dos atributos desejados para uma moeda é a relativa estabilidade do seu poder

³ Não irei discutir aqui a “Doutrina dos créditos legítimos” (*Real bills doctrine*), só direi que há uma demanda por dinheiro e que tal demanda varia e que um sistema monetário ideal seria aquele em que a oferta e a demanda de dinheiro se ajustam todo o tempo sem variações drásticas no valor real da moeda. Além disso, uma doutrina que foi desenvolvida como critério para a administração saudável de bancos individuais, antes mesmo que um monopólio na produção de moeda fosse outorgado ao Banco da Inglaterra pela Lei de Peel em 1844, não deveria ser responsabilizada quando usada num contexto diferente ou para um propósito diferente daquele para o qual foi criada.

de compra (PCM). Como instrumento de comércio e especulação, a estabilidade do valor do dinheiro parece ser seu atributo mais desejável. Já o Professor James M. Buchanan (1919-2013)⁴ e Irving Fisher (1867-1947) antes dele, alegam que a “previsibilidade” seria um critério melhor do que a “estabilidade” para avaliar a política monetária. Obviamente, a existência de previsibilidade nas variações do valor do dinheiro seria melhor do que mudanças imprevisíveis; porém, a fim de eliminar a necessidade dos agentes econômicos levarem em conta os custos e riscos associados com mudanças no valor da moeda, quanto mais estável for o valor do dinheiro, melhor ele atenderá a seu propósito⁵. O próprio Fi-

⁴ BUCHANAN, James M. Predictability: The Criterion of Monetary Constitutions. In: *In Search of a Monetary Constitution*. Ed. Leland B. Yeager. Cambridge: Harvard University Press, 1962.

⁵ O professor Gerald O’Driscoll, ao discutir moeda estável, argumentou que a estabilidade do poder de compra na medida em que essa pode ser mensurada por um índice de preço não é uma coisa boa em termos absolutos, sob regimes de papel-moeda se as autoridades pudessem equilibrar “perfeitamente” a oferta e a demanda de dinheiro a fim de manter seu poder de compra estável recorrendo a grandes oscilações na sua oferta, o custo de tal política seria de mudanças drásticas na economia, ou em suas palavras, “A não ser que uma política monetária de estabilização do PCM seja neutra mesmo a curto prazo, ela mesma pode se tornar uma fonte de instabilidade da atividade econômica real” (O’DRISCOLL JR., Gerald P. *A Free Market Money: Comment on Yeager*. *Cato Journal* 3, no. 1, Spring 1983, p. 329). A hipótese de O’ Driscoll nos leva a pensar que a estabilidade do valor não deve ser o objetivo final da política monetária. A estabilidade de valor é, talvez, o atributo mais importante concernente aos agentes econômicos em sua busca por um instrumento para suas trocas indiretas, não obstante, é apenas um dos muitos atributos procurados e não um fim em si mesmo. Desse modo, como critério para seleção entre possíveis instrumentos para trocas indiretas, mantendo tudo mais constante, me parece que aquele que oferecesse maior estabilidade seria o preferido pela maioria dos agentes econômicos. Isso não quer dizer que uma política rigorosa para manter a inflação em zero, não importa por que meios, sob um governo com dinheiro fiduciário em situação de monopólio seria algo bom. Isso nos leva a outro pensamento: há diferença entre alguns instrumentos

sher diz “Ainda que muito possa se ganhar de um conhecimento antecipado das mudanças de preço, uma redução dessas mudanças seria ainda mais desejável”⁶.

Por outro lado, outros autores advogam que a estabilidade do PCM não é um atributo absolutamente necessário para uma boa moeda. O Professor Philipp Bagus, por exemplo, ao criticar a abordagem de Ludwig von Mises (1881-1973) quanto à deflação e recorrendo à autoridade de Jörg Guido Hülsmann e de Joseph T. Salerno, afirma: “Preços em queda, por si, não são um problema econômico para a sociedade como um todo”⁷. Não acho, no entanto, que certa tolerância por uma deflação contínua sob um regime monetário no qual a base monetária é consideravelmente inflexível possa ser interpretado como um argumento contra a necessidade de uma moeda relativamente estável. Pode discutir-se que o resgate em metal, sob um padrão-ouro com requerimento de 100% de encaixe bancário e fortes limitações na monetização de depósitos a prazo, forçaria os preços a caírem constantemente, assumindo aumentos na produção real acima do rendimento da mineração do ouro; e, portanto, esse regime não seria uma receita para a estabilidade de preços e sim para a deflação. O resgate em espécie é mencionado aqui como uma limitação externa na oferta de dinheiro.

para troca indireta que possuem uma taxa de câmbio mais estável por natureza em relação a outros bens (ou seja, sua oferta é menos elástica à mudanças positivas nos preços) do que outros, por exemplo, metais preciosos *versus* metais comuns; e isso os faria terem a preferência para o uso como moeda se a decisão fosse feita espontaneamente pela interação livre do indivíduos. Isso evidentemente não é um raciocínio original, mas serve para transmitir o sentido limitado em que estabilidade de valor seja um atributo desejável para o dinheiro.

⁶ FISHER, Irving. *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit Interest and Crisis*. 1912. Reprint, New York: Cosimo Books, 2007. p. 323.

⁷ BAGUS, Philipp. Monetary Reform and Deflation – A Critique of Mises, Rothbard, Huerta de Soto and Sennholz. *New Perspectives on Political Economy* 4, no. 2 (2008), p. 138.

Sob um regime que limitasse aumentos da base monetária a aumentos no estoque de ouro e considerando o crescimento na produção superior a isso, espera-se deflação; mas o argumento aqui é que o resgate em ouro ou prata tem sido usado historicamente como um instrumento para alcançar um PCM relativamente mais estável e não um resultado de estabilidade total, como se isso fosse possível.

Mas quais são os instrumentos para atingir estabilidade em questão? Há três possíveis instrumentos para atingir maior estabilidade: (i) uma cláusula de resgate em espécie, (ii) uma limitação auto imposta a aumentos na oferta monetária, como um limite constitucional e (iii) uma restrição competitiva, uma limitação de mercado gerada pela competição entre diferentes emissores, como discutiremos mais tarde na conclusão deste artigo.

III - ESTABILIDADE OBTIDA POR RESGATE EM ESPÉCIE

Se as razões mencionadas acima comprometem sua estabilidade, que regime melhor produziria uma moeda estável? A fim de responder a essa pergunta devemos voltar às propriedades do dinheiro: na medida em que uma moeda mantém constante sua capacidade de ser trocada por bens desejáveis, esta pode ser considerada confiável pelos agentes econômicos e adequada para uso em suas atividades comerciais e especulativas. É um modo pelo qual um emissor de moeda pode assegurar sua aceitabilidade é comprometendo-se mediante um contrato legalmente executável pelo estado de que sua moeda é resgatável em espécie. Uma nota bancária com resgate em ouro ou prata é então nada mais do que um “recibo de depósito” no regime de 100% de encaixe bancário obrigatório ou, no regime de reservas fracionadas, um título de crédito contra o banco emissor que pode ser resgatado em espécie.

IV - ESTABILIDADE OBTIDA POR REGRA CONSTITUCIONAL.

Uma segunda fonte de estabilidade de valor seria um limite constitucional à criação de dinheiro; originalmente proposta pelo Professor Milton Friedman (1912-2006). No entanto, tal proposta nunca foi posta em prática. De algum modo derivado desse modelo, todavia, está o regime monetário usado atualmente na maioria dos países ocidentais com moeda fiduciária, banco central e câmbio flutuante, nos quais somente uma “meta de inflação” segura o valor da moeda. Regimes de “metas de inflação” podem não ser descritos puramente como regimes monetários “regrados”, mas tampouco são regimes de pura “discrição”. Regimes de “metas de inflação” são o mais próximo à proposta de Friedman que jamais foi posta em vigor; os resultados, contudo, não são exatamente satisfatórios.

V - ESTABILIDADE DO VALOR DA MOEDA POR COMPETIÇÃO

Uma terceira circunstância em que um emissor de moeda é forçado a oferecer garantias de manutenção do valor da moeda constante ocorre quando ele é forçado pela competição com outros emissores. Este regime pode ser adequadamente descrito como de “Banca livre” e uma possibilidade teórica de um regime monetário competitivo é aquele descrito por Friedrich August von Hayek (1899-1992) em seu trabalho *Denationalisation of Money* [Desestatização do Dinheiro]⁸ originalmente publicado em outubro de 1976⁹. Na literatura especializada,

⁸ HAYEK, F. A. **Desestatização do Dinheiro: Uma Análise da teoria e Prática das Moedas Simultâneas**. Trad. Heloísa Gonçalves Barbosa. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2011.

⁹ Não há casos recentes de regimes monetários de banca livre. Com exceção de Hong Kong entre 1973 e 1983, a emissão de moeda tem sido um monopólio em

há uma discussão sobre a real eficácia de se restringir a oferta de dinheiro em um regime de banca livre com moeda fiduciária, como Hayek propõe. George Selgin e Lawrence H. White, por exemplo, argumentam que: “A proposta de Hayek de papel moeda privado, infelizmente, não consegue garantir (limites) à quantidade e ao valor (estável) do dinheiro”¹⁰. Meu raciocínio é que a estabilidade do valor pode ser mais facilmente atingida pelo estabelecimento de um regime de emissão competitiva que forçaria os emissores a serem mais contidos do que em sua ausência. Isso quer dizer que competição é mais um instrumento para garantir a estabilidade e não que, no caso particular de um regime competitivo e dinheiro fiduciário em que a concorrência seria suficiente para garantir a estabilidade absoluta de valor. Também não penso que Selgin e White pensavam dessa forma. Minha compreensão do raciocínio deles é que, sob moeda competitiva e fiduciária, podem surgir circunstâncias em que todos os emitentes possam aumentar a oferta de dinheiro de forma relativamente irrestrita se a única restrição existente for a concorrência. Aqui considero que a pressão competitiva é uma restrição automática sobre os emissores, imposta pela aceitação espontânea de suas notas, aceitação essa que pode variar e, portanto, que lhes permite expandir a oferta de moeda em certas circunstâncias. Para ilustrar meu raciocínio, é pos-

quase todos os lugares, desde o início do século XX. Apesar de ser permitida emissão de moeda privada, o caso de Hong Kong foi mais precisamente um sistema de “currency board”, já que os bancos emissores operavam obrigatoriamente com 100% de reservas cambiais em seus negócios de emissão de notas. É de se notar que, embora não existam sistemas monetários bancários livres hoje em dia, os emissores de moedas de reserva sofrem uma certa pressão da concorrência com outras moedas permitida pela livre negociação de divisas que existe em maior ou menor grau nos países capitalistas.

¹⁰ SELGIN, George ; WHITE, Lawrence H. In Defense of Fiduciary Media – or, We are Not Devo(lutionists), We are Misesians! **The Review of Austrian Economics**, v. 9, no. 2 (1996), p. 86.

sível traçar um paralelo com um regime de moeda metálica e sem exigência de reservas bancárias mínimas. Se não existe qualquer requisito mínimo de reserva, um aumento de confiança na capacidade dos emitentes de moeda para resgatar suas obrigações por parte dos detentores de moeda pode muito bem lhes permitir multiplicar o estoque de dinheiro em circulação por muitas vezes o estoque da base monetária; isto é, se a concorrência não obrigar os emitentes de moeda a limitar a produção de dinheiro, a cláusula de resgate, na ausência de exigências de reserva bancárias substanciais também não o fará¹¹. Para aclarar o que se está discutindo aqui, White diz: “A criação e manutenção de confiança foi o produto de um bem escasso”¹²; isto é, para ele no regime de banca livre da Escócia do Século XIX a concorrência não teria sido suficiente para conter os emissores de moeda, a cláusula de resgate em uma mercadoria escassa também foi necessária. Para Hayek, por outro lado, o fator chave que permitiria que um título bancário circulasse como um meio de troca é a confiança do público no compromisso da emissora de manter o seu valor mais ou menos estável, e tal compromisso pode ser reforçado pela concorrência até um ponto no qual o resgate em espécie possa ser dispensado.

VI - OUTRO ATRIBUTO É A SUA DISPONIBILIDADE NO NÍVEL DESEJADO

Nos termos da definição *GAMOE*, o dinheiro é uma mercadoria com um propósi-

to bem definido na sociedade, ou seja, permitir e reforçar a divisão do trabalho pelo exercício de criatividade empresarial de todos os agentes econômicos. Como tal, o dinheiro tem a sua própria oferta e demanda. No entanto, os regimes monetários atuais são caracterizados por um monopólio de emissão; estes sistemas herdaram esta característica monopolista dos regimes monetários em vigor nos países ocidentais, pelo menos desde o princípio do século XIX. É difícil, em tais regimes, visualizar como a oferta de dinheiro poderia ser regulada pelo mercado, ou porque ela deveria ser regulada pelo mercado. No entanto, uma moeda verdadeiramente praxeológica é uma moeda que, pela ação de emissores em concorrência, poderia ter a sua oferta correspondendo a uma demanda variável por saldos de caixa pelos agentes econômicos. Esta condição não pode ser alcançada nem pelo resgate em espécie (que segue as restrições reais de produção da mercadoria monetária) nem por uma regra constitucional pré-definida, porque não há como saber o quanto será desejado por seus consumidores, os detentores de dinheiro. Isso só pode ser alcançado através da competição entre os emissores, produzindo a quantidade de dinheiro que o mercado exige, nem mais nem menos. Pode-se argumentar que uma política monetária de meta de inflação, por ter um enfoque flexível para os agregados monetários, pode muito bem fornecer a quantidade “ideal” de dinheiro exigido pelos agentes. Não estou preparado para desconsiderar totalmente esta afirmação, no entanto, gostaria de salientar que, como a história recente da oferta de moeda nos EUA tem demonstrado, é muito difícil saber qual é a inflação, a ponto de tê-la como objetivo. Os preços dos ativos financeiros devem estar incluídos no índice de inflação? E os preços das residências e outros ativos imobiliários não deveriam estar incluídos no índice de preços? Tenho dúvidas sobre a possibilidade das autoridades monetárias terem informações suficientes sobre quais são as mudanças que estão ocorrendo a todo o momento no nível geral

¹¹ De acordo com White: “Em sistemas bancários sofisticados baseados em ouro sem determinação legal sobre o tamanho das reservas, como na Escócia no Século XIX, o estoque de reservas bancárias igualou-se a cerca de dois por cento das demandas à vista” (WHITE, Lawrence H. **The Theory of Monetary Institutions**. Malden: Blackwell Publishers, 1999. p. 47).

¹² WHITE, Lawrence H. **Free Banking in Britain, Theory, Experience, and Debate, 1800-1845**. London: Institute of Economic Affairs, 1995. p. 91.

de preços a ponto de poder usá-lo como guia para a política monetária¹³.

VII - DIFICULDADES EM ATINGIR A ESTABILIDADE DO PODER DE COMPRA DO DINHEIRO ATRAVÉS DO RESGATE EM ESPÉCIE

Alcançar confiabilidade através de reservas, a fim de garantir a possibilidade de resgate de moeda fiduciária tem uma importante consideração de custo. Tomemos um modelo de moeda fiduciária apoiada por 100% de reservas em ouro como um exemplo extremo. A experiência histórica demonstra e muitos observadores concordam que este modelo é algo muito difícil de implementar e manter. Há muitas considerações que apoiam tal opinião. Em particular, o custo desse modelo é uma das objeções mais comuns levantadas contra a exigência de reserva de 100%. Há, contudo, outras considerações, tais como a dificuldade insuperável de aplicá-lo.¹⁴ Entre outras dúvidas, há o fato de que a oferta de ouro está sujeita a fatores desconhecidos e fora do controle humano. A falta de controle humano, que normalmente é considerada uma das bênçãos de tal sistema, forçando a despolitização da oferta de dinheiro, pode muito bem ser considerada uma praga em alguns casos extremos, tais como a possibilidade teórica de que, após um sistema como o descrito ter sido adotado e utilizado durante algum tempo em todo o mundo, algo como o “Eldorado” possa ser descoberto e o preço do ouro sofreria uma queda estupenda. Um argumento minimi-

zando os efeitos catastróficos previstos como consequência dessa hipótese é que algo semelhante a isso já aconteceu pelo menos três vezes no passado. Primeiramente, no século XIV, a dizimação da população europeia pela peste negra produziu um efeito de relativo aumento na quantidade de metais preciosos em circulação. Uma segunda vez, logo após a descoberta da América, quando o influxo de espécie para a Europa elevou incrivelmente num período relativamente curto de tempo, mais uma vez, a quantidade de ouro em circulação. E, finalmente, após a corrida do ouro na Califórnia, que foi seguido pelas descobertas no Alasca e na África do Sul, a quantidade disponível de ouro aumentou tão rapidamente que, como resultado disso, 90% do ouro existente hoje foi extraído depois de 1840 (www.gold.org). No entanto, na época das grandes descobertas de ouro em meados do século XIX, o padrão-ouro estava em vigor em quase toda parte e nenhuma crise monetária foi relatada por causa disso. Considerado isoladamente, o aumento da oferta de moeda produziria um aumento no nível geral de preços, no entanto, a partir de 1865 (fim da Guerra Civil) até 1876 houve deflação nos Estados Unidos, devido, é verdade, ao aperto de liquidez por parte do governo Federal no pós-guerra, embora os resgates em espécie estivessem suspensos durante a Guerra Civil e só foram retomados em 1879. De 1876 a 1896, diminuiu a deflação nos Estados Unidos, mas ainda era de 1,5% ao ano, e depois disso, a inflação voltou e foi de 2% ao ano até 1914¹⁵. Obviamente, a flexibilidade da economia em adaptar-se a um grande aumento na oferta de moeda existente sem provocar uma inflação de preços só foi possível com mercados de trabalho flexíveis e a abertura econômica geral, que resultaram em enormes ganhos de produtividade; que de fato foi o que ocorreu durante a segunda metade do século XIX.

¹³ Minhas ideias sobre isso estão em ZELMANOVITZ, Leonidas. Metas de inflação: nem novas nem eficazes. *Revista de Instituciones, Ideas y Mercados*, n. 54, p. 37-51. maio de 2011.

¹⁴ Citando Leland B. Yeager: “Os esforços para impor um sistema de 100% de encaixe bancário em face de incentivos contrários e criatividade privada exigiria uma inaceitável interferência extrema do governo”. Ver: YEAGER, Leland B. Stable Money and Free-Market Currencies, *Cato Journal* 3, no. 1 (Spring 1983), p. 318.

¹⁵ FRIEDMAN, Milton. *Money Mischief – Episodes in Monetary History*. New York: Harcourt Brace & Company, 1994. p. 76.

Mas se nenhuma crise inflacionária pode ser associada com o aumento na oferta de ouro durante o século XIX, podemos atribuir isso a circunstâncias externas e não necessariamente a algum atributo intrínseco do sistema de padrão ouro. E é por isso que não devemos inferir, baseados naqueles eventos, que o comportamento do mercado, em resposta a uma hipotética descoberta de um “El Dorado”, dessa vez seria a mesma.

VIII - UMA ABORDAGEM DE CUSTO DE OPORTUNIDADE PARA A OFERTA DE DINHEIRO

Uma abordagem de custo de oportunidade ao se falar sobre o custo de um sistema de padrão-ouro com reservas fracionárias mostra a sua irrelevância, porque o problema com esse sistema é a sua confiabilidade, devido à sua fraqueza inerente para enfrentar uma crise, e não o seu custo. Talvez se possa argumentar que um sistema de padrão-ouro com reservas fracionárias tem uma boa relação de custo-benefício, portanto, discutir seus custos pode ser justificável, no final de contas. Parece-me, todavia, que se o propósito de incorrer em qualquer custo é ter alguma “carta na manga”, a fim de resgatar a moeda, é preciso perguntar primeiro o que se pretende obter com isso. Um sistema padrão-ouro com reservas fracionárias pode ter um banco central como na Inglaterra na segunda metade do século XIX ou bancos emissores simultâneos como na Escócia (na mesma época). No primeiro caso, o fiador real do sistema era a percepção pelo mercado de grande capacidade financeira do seu prestamista de última instância (no caso do Banco de Inglaterra, a garantia implícita do Governo Britânico) e, no segundo caso, a disciplina imposta pela competição. Bem, se é assim, então a confiabilidade de um sistema de padrão-ouro com reservas fracionárias não depende diretamente das reservas e, por isso, mais uma vez, não há propósito em discutir sobre uma quantidade ideal de reservas e o custo de alcançá-

-la. Sob um sistema bancário livre hipotético, a razão para incorrer em qualquer custo para o estabelecimento de reservas só é justificável se provado que a disciplina imposta pela concorrência não seria suficiente para fornecer limitação adequada sobre a oferta de moeda e, portanto, que alguns custos devem ser tolerados a fim adicionar um recurso institucional extra para garantir esse controle sobre a oferta de moeda. Dessa forma, o montante de reservas será determinado pela preferência demonstrada pelos agentes econômicos nas suas relações com os bancos e não por decisão do legislador.

Aqui não é o lugar adequado para entrar em um debate aprofundado sobre o padrão-ouro com reservas fracionárias, o tópico foi mencionado apenas para enfatizar a necessidade de avaliar o custo de qualquer regime monetário de acordo com os atributos de uma boa moeda. O custo de qualquer sistema monetário tem duas dimensões que podem ser levadas em conta. A primeira é o custo de diferentes arranjos monetários possíveis para a comunidade em geral. Ao definir as instituições legais que regulariam o meio, ou mídia, de troca, seria interessante que os agentes políticos levassem em consideração o custo, de preferência usando uma abordagem de custo de oportunidade sugerida por Ronald Coase. Na medida em que a decisão sobre alguns atributos do meio de troca é deixada para os cidadãos, não como eleitores, mas como agentes econômicos que podem influenciar o resultado final pela soma de suas decisões individuais, é natural esperar que eles avaliem os custos e os benefícios de suas decisões individuais dentro dos limites permitidos pelo quadro institucional em que demonstram suas preferências. O sistema monetário de curso legal forçado, com banco central, moeda fiduciária e controles de câmbio é considerado o mais barato dos sistemas monetários pelos critérios do custo direto de recursos. Teoricamente, não só não há nenhum custo para acumular reservas nem nos bancos comerciais ou no banco central, como também não há limites para a *Seigniorage* e, portanto, em cir-

cunhâncias normais, o sistema é, na verdade, uma fonte de lucro para o governo. No entanto, temos visto que é exatamente o potencial de desequilíbrio monetário no âmbito desse sistema, que leva alguns agentes econômicos públicos e privados a usar o ouro como reserva de valor em proporções ainda maiores do que sob as formas diluídas de padrão ouro do período entre guerras e depois como o estabelecido pelo Tratado de Bretton Woods¹⁶. Ainda assim, teoricamente, se pudéssemos contar com banqueiros centrais angelicais e, assim, abstrair as outras razões contra tais acordos, esse sistema seria a maneira menos onerosa para proporcionar um meio de troca.

IX - A MOEDA IDEAL E OS REQUISITOS DE EFICIÊNCIA DINÂMICA

Na minha referida dissertação sugeri que os três atributos do dinheiro, (i) a estabilidade do valor, (ii) a disponibilidade nas quantidades necessárias para o comércio e (iii) o custo de maximização podem ser deduzidos a partir da Teoria da Eficiência dinâmica¹⁷. A relação entre a estabilidade do valor em dinheiro e o desejo de que as instituições sociais não impeçam o exercício da atividade empresarial é uma relação direta. A importância de manter o valor da moeda relativamente estável é um corolário necessário, uma vez que se aceita o concei-

¹⁶ As reservas totais de ouro mantidas como reserva de valor por parte dos governos e indivíduos foram estimados por Mike Hewitt em seu blog (<http://dollardaze.org>) como 34% do total de 161.000 toneladas de estoques de ouro no mundo, com base em dados divulgados em setembro de 2008 pelo "World Gold Council", o que representa a preços atuais de ouro cerca de 3,1 trilhão de dólares. Ao mesmo tempo Hewitt estimou, usando dados disponíveis para M1, que as principais moedas do mundo convertidas para USD equivaleriam a 18,4 trilhões de dólares. A relação, portanto, entre a quantidade de dinheiro mantido pelos governos e indivíduos e a quantidade de papel-moeda e depósitos à vista é de cerca de 18,15%.

¹⁷ III.6.6 – Teoria da Eficiência Dinâmica, página 248.

to de eficiência dinâmica como critério para a análise da política monetária. As relações entre a teoria da eficiência dinâmica e a necessidade de um suprimento flexível de dinheiro para a demanda por saldos de caixa e as considerações de custos de dinheiro merecem mais reflexão, mais do que, possivelmente, possam ser abordados aqui. Parece que, em circunstâncias específicas, uma oferta variável de meio de troca possa ser conveniente para o exercício da atividade empresarial e, portanto, tornando mais fácil mover a curva de produção máxima "para a direita"; portanto, com qualificações, a defesa de alguma flexibilidade na oferta de moeda também pode ser derivada diretamente da aplicação do conceito de eficiência dinâmica. Isso pode ser entendido da seguinte forma: o equilíbrio entre a oferta e a demanda por saldos de caixa é obtido não só por mudanças na demanda por moeda que devem ser ajustados a uma fonte fixa, mas também por mudanças na oferta de dinheiro, desde que estas alterações não sejam arbitrarias, mas consequência da soma das decisões dos emissores de dinheiro individuais que atuem em competição. No entanto, o critério da maximização do custo da oferta de dinheiro pode ser entendido como apenas indiretamente relacionado ao conceito de eficiência dinâmica, e somente sob a suposição (razoável) de que não está em contradição com o conceito de eficiência estática. A decisão de usar o dinheiro mais barato, que resulta de uma análise de custos e benefícios da adoção de um determinado meio de troca, é uma preocupação de eficiência estática e tal comportamento se baseia na tendência muito humana de maximização de utilidade.

X- PROBLEMAS ORIGINADOS POR VARIAÇÕES NA OFERTA E NA DEMANDA DE DINHEIRO.

Relacionado com o problema das flutuações na demanda por dinheiro está o proble-

ma de variações na oferta de moeda e as mudanças no poder de compra do meio de troca. Na verdade, a maior parte da literatura sobre a oferta e demanda de dinheiro trata das mudanças na oferta de moeda e realça que as alterações relevantes para determinar a demanda por moeda são as mudanças reais e não as mudanças meramente nominais provocadas por uma expansão inflacionária do meio de troca. Pode ser o caso de que, quando o sistema monetário é tal que o fornecimento de dinheiro acontece competitivamente, ou seja, é fornecido por diferentes fornecedores, os problemas que podem surgir para acomodar a oferta e a procura de dinheiro sejam de uma magnitude menor do que quando a oferta de dinheiro é feita pelo monopólio do Estado, uma vez que sob oferta de dinheiro competitivo, os ajustes de oferta e demanda por moeda são operados pela interação das preferências dos agentes econômicos, cada um com sua própria utilidade marginal e não pela vontade de um banqueiro central. É quando a oferta de dinheiro é feita por um monopólio estatal que os problemas graves podem acontecer. Os problemas mais comumente identificados são aqueles que surgem quando uma sociedade com uma determinada demanda por moeda experimenta um aumento inflacionário na oferta de dinheiro. Neste caso da inflação da oferta monetária, uma consequência previsível é uma diminuição do poder de compra do meio de troca, outras são resultantes da característica não neutra dos aumentos de preços que as variações na oferta de moeda podem causar. Como confirmado pelas evidências empíricas, as recessões e depressões são, na maioria dos casos, nada mais do que o mais ou menos prolongado e severo período (de acordo com as circunstâncias de cada ciclo de negócios) de tempo necessário para corrigir todos os investimentos mal feitos induzidos pelas expansões inflacionárias da oferta de moeda. Mas os períodos de crise econômica são os momentos de maior incerteza e incerteza sobre o futuro é um dos elementos-chave que podem conduzir a um aumento na demanda por dinheiro.

XI - O QUE SERIA UMA FUNÇÃO DE DEMANDA POR DINHEIRO A PARTIR DE UMA PERSPECTIVA DA ECONOMIA AUSTRÍACA SOB UM REGIME MONETÁRIO ATUAL DE PAPEL MOEDA?

Uma vez que sob um padrão-ouro a oferta de dinheiro muda constantemente de acordo com as ações dos agentes econômicos ao depositar e resgatar ouro dos bancos emissores, em princípio, não me parece que o postulado de “qualquer quantidade de dinheiro é tão boa quanto qualquer outra” seja válido, no caso específico do dinheiro metálico. Se o postulado de que “qualquer quantidade de dinheiro que está em uso na sociedade é a quantidade ideal de dinheiro” não é válido sequer para o dinheiro metálico, o que seria então uma “função de demanda por moeda” em geral a partir de uma perspectiva da Escola Austríaca? Como dito anteriormente, o conjunto de preferências individuais intersubjetivamente determina como a oferta e a demanda de dinheiro será acomodada independentemente do regime monetário em vigor. Por exemplo, se a oferta de dinheiro obedece a uma regra constante *à la Friedman* e a demanda por moeda aumenta ou diminui de forma diferente da regra estabelecida, a conclusão de que a acomodação vai acontecer por mudanças nos preços e quantidades de bens e serviços comercializados parece ser consistente com uma abordagem praxeológica. Mudanças violentas nas preferências por saldos de caixa irão gerar mudanças violentas de preços e quantidades comercializadas mais ou menos a variação na oferta de dinheiro de acordo com a regra estabelecida. Mas, se é assim, a partir de uma perspectiva da economia austríaca, o que pode ser dito sobre a demanda por moeda sob o regime monetário de moeda fiduciária, em que o custo de criação de dinheiro é marginalmente insignificante e não existe uma regra constante da oferta de dinheiro, como mencionado no exemplo acima? Nos mercados imperfeitos das socieda-

des de economia mista hoje em dia, todos os tipos de rigidez e limitações são impostas à livre troca de bens e serviços e o mercado de trabalho é de longe um dos mais regulados. Sob tais circunstâncias que acabamos de mencionar, quando a sociedade estiver em crise, como parte de um ciclo de negócios, o custo de fazer qualquer ajuste da oferta e demanda por bens e serviços pela deflação de preços é relativamente mais caro do que permitir que o ajuste aconteça mantendo o poder de compra do dinheiro constante. A hipótese de que manter os preços estáveis durante uma recessão é uma solução relativamente menos cara resulta do fato de que a adição de moeda fiduciária para a oferta de moeda é relativamente barata. Em face de um aumento na demanda por dinheiro, é indiscutível que a oferta de moeda não flexível irá forçar os preços para baixo. O porquê de ser tão dolorosa, no entanto, é alvo de legítima controvérsia. Podemos assumir que este fenômeno tem uma origem psicológica, afinal, é um comportamento comum já observado em diferentes tempos e lugares. Podemos arriscar que os agentes econômicos têm um senso de direito com relação ao valor relativo de seus bens e competências e, em geral, relutam em serem os primeiros a aceitar uma perda no que eles percebem individualmente como o valor “real” de sua propriedade. O Professor Yeager diz:

Rigidez de preços e salários, embora totalmente racionais do ponto de vista individuais dos agentes envolvidos, impedem que uma baixa de preços e remuneração do trabalho absorva o impacto total de uma redução na propensão ao consumo associada com uma maior preferência por liquidez¹⁸.

Com uma oferta constante de moeda e um aumento na preferência por liquidez, a resultante tendência por um nível de preços mais baixos, leva a uma diminuição na produção já que os preços não são tão flexíveis para “baixo”, como são para “cima” devido às circunstâncias recém-mencionadas. Já esta-

¹⁸ YEAGER, Leland B. *Stable Money and Free-Market Currencies*. p. 306.

bilidade de preços em tempos de crise pode ser alcançada através do aumento da oferta de dinheiro, a fim de acomodar um aumento da demanda por saldos de caixa na economia¹⁹.

Todas as análises apresentadas até agora parecem se encaixar razoavelmente como uma descrição da realidade a partir da perspectiva tanto dos economistas neoclássicos quanto dos economistas austríacos. Agora, é hora de lidar com o lado normativo deste problema, já que qualquer aumento na demanda de saldos de caixa em regime de monopólio estatal do dinheiro deve ser fornecido para os detentores de moeda pelo banco central através do sistema bancário.

XII - O QUE FAZER DIANTE DA CRISE?

Argumentei em outra oportunidade²⁰ que as atuais disposições constitucionais em relação à moeda não são os arranjos monetários ideais para uma sociedade livre. No entanto, estes possuem enorme legitimidade. Portanto, enquanto a constituição monetária atual permanecer como está, qualquer decisão tomada pelo Banco Central de não fornecer mais liquidez para os bancos e, conseqüentemente, forçar todos os agentes econômicos, em sua maior demanda por saldos de caixa, a competir por uma oferta fixa de dinheiro representaria um esforço adicional de adaptação da sociedade sobre o esforço necessário

¹⁹ O Professor George Selgin, na introdução de *Fluttering Veil* de Leland Yeager, argumenta que não é apenas em uma economia mista que encontramos uma rigidez descendente dos preços. Ele afirma que é uma consequência de uma “externalidade de rede”. Ele diz: “... cada vendedor tem um incentivo para esperar pelos outros tomarem a iniciativa de fazer ajustes necessários” (YEAGER, Leland B. *The Fluttering Veil: Essays in Monetary Disequilibrium*. Indianapolis: Liberty Fund, 1997. p. xvi).

²⁰ No artigo: ZELMANOVITZ, Leonidas. Em face das mudanças na demanda por dinheiro, qual é a resposta adequada do Banco Central? *Critério Libre*, v. 8, n. 13, p. 69-94, Edição Julho-Dezembro 2010.

para liquidar todas as más alocações feitas²¹. Qualquer decisão do banco central de renunciar às suas obrigações conspiraria contra os fundamentos econômicos dos diferentes países ao redor do mundo. Neste momento, parece claro que o melhor curso de ação possível sob o regime atual é o menor de dois males. Isto deve ser entendido como uma falha definitiva das disposições atuais e a mais poderosa acusação, o mais poderoso argumento por sua reforma.

XIII - A EVOLUÇÃO DO DINHEIRO, O PASSADO

Junto com a evolução das sociedades humanas em direção a uma divisão mais desenvolvida do trabalho surgiram formas mais abstratas de dinheiro. As instituições monetárias fazem parte do conjunto de instituições sociais que regulam a vida social. Uma vida de agricultura de subsistência em minifúndios e ocasional bandidagem não necessita de formas muito sofisticadas de meios de troca. Na medida em que a sociedade evolui, a maioria, se não todas as instituições sociais evoluem para formas mais complexas, ainda que em ritmos diferentes. A introdução de uma economia monetária sofisticada no final da República Romana na bacia do Mediterrâneo substituindo as moedas não confiáveis dos reinos helenísticos que a precederam, e seu desaparecimento depois por má gestão autoinfligida na época do Império Romano, é um exemplo de que quando a sociedade regride para arranjos mais primitivos, a moeda regride também. Essa é a tendência para a abstração apontada por Georg Simmel (1858-1918). Embora ele tenha parado sua análise no dinheiro fiduciário de seu tempo, uma moeda resgatável em ouro, basta uma sequência natural de seu raciocínio

²¹ Mises disse: “A deflação e contração do crédito, não menos do que a inflação e a expansão do crédito, são elementos desorganizadores do curso regular das atividades econômicas” (MISES, Ludwig Von. **Human Action: A Treatise on Economics**. Indianapolis, Liberty Fund, 2007. p. 567).

para chegar às formas de dinheiro fiduciário que temos hoje, ou prever um sistema monetário de base “zero” ou uma dissociação de funções monetárias, de modo a ter uma unidade de conta puramente abstrata, como no sistema BFH, por exemplo²².

A questão então é saber se há ou não um ótimo nível de abstração na moeda para o desempenho de suas funções. Podemos tentar uma resposta para essa pergunta, aderindo à ideia de que o dinheiro evolui junto com a sociedade, ou seja, para cada estágio de desenvolvimento institucional na sociedade, deve haver um ótimo nível de abstração no dinheiro e na ausência de coerção, a sociedade deve espontaneamente convergir para esse nível.

Um elemento-chave a ter em mente a fim de entender se há ou não um ótimo nível de abstração no dinheiro é outro conceito utilizado por Simmel, isto é, o conceito de *intersubjetividade*. Para Simmel, a tendência para a abstração no dinheiro tem a ver com as vantagens em termos de estabilidade do valor que as formas mais abstratas de dinheiro supostamente possuem como consequência de serem desvinculadas de outros usos além de seus usos como meio de troca e unidade de conta. De acordo com Simmel, a estabilidade do dinheiro de seu tempo, o padrão-ouro inflexível, na terminologia de Mises, com notas resgatáveis em ouro a uma paridade fixa, foi uma consequência da soma de todas as

²² O Professor Leland Yeager desenvolveu com Robert Greenfield o layout para um novo sistema monetário a partir das contribuições de Fischer Black, Eugene Fama e Robert Hall, ao qual deram o nome de sistema “BFH”. Os Professores Yeager e Greenfield descrevem o sistema como um sistema de pagamento, no qual um meio de troca deixa de existir e as pessoas usam apenas a liquidação de títulos e ações de fundos mútuos para pagar suas dívidas. Sob esse sistema, a unidade de conta vem a ser definida fisicamente por uma cesta de commodities e não mais pelo controle de sua quantidade ou possibilidade de reembolso. De acordo com os professores Yeager e Greenfield, o sistema BFH requer intervenção governamental mínima. Em sua proposta, “Além de definir a unidade e cumprimento de contratos, o governo praticaria *laissez-faire* com relação ao meio de troca e do sistema bancário e financeiro” (YEAGER. **The Fluttering Veil**. p. 364).

avaliações subjetivas individuais do valor relativo do ouro, isto é, um resultado de uma avaliação intersubjetiva. Pode ser salientado que, por causa do valor que Simmel dá à relativa (não absoluta) estabilidade do valor do dinheiro em relação a outros bens, ele deixa a porta aberta para a possibilidade de que outros regimes, que possam produzir o mesmo resultado de forma mais eficiente, venham a ser adotados no futuro.

Aqui, aconselha-se uma pausa. A evolução dos sistemas monetários nas sociedades ocidentais nos últimos 200 anos foi decisivamente influenciada por considerações fiscais e, portanto, a evolução que vimos é o que aconteceu sob essa influência - não sabemos o que a evolução teria sido sem influência coercitiva. Por exemplo, nós vimos uma evolução nos últimos 200 anos no sentido de regimes monetários e bancários voltados em prol de economizar em espécie, até a sua eliminação (pelo menos do ponto de vista dos governos). Enquanto isso era o que realmente acontecia, a nossa conclusão é que a evolução "natural", ausente a coerção, seria uma evolução dos instrumentos financeiros que: (a) iria produzir e refletir os benefícios da minimização do descompasso de tempo entre poupança real e investimentos, enquanto (b) manteria a oferta de moeda relativamente estável em termos de valor, isto é, impedindo-a de inflacionar, e (c) com uma oferta flexível o suficiente para acomodar o aumento na demanda por saldos de caixa, sem forçar uma deflação contra a qual há uma resistência natural entre os agentes econômicos - algo que existiria, mesmo sob o regime de "liberdade natural" de Adam Smith (1723-1790).

A evolução dos regimes monetários nas sociedades ocidentais durante os últimos duzentos anos começou com a transformação dos regimes de moeda metálica no início do século XIX, quando os bancos individuais mantinham suas reservas prudentemente em torno de 30% dos depósitos à vista, em primeiro lugar, em regimes de padrão-ouro com reservas fracionárias em "pirâmide" de duas camadas e bancos centrais com reservas totais

de cerca de 5% dos depósitos à vista, mais tarde em regimes de câmbio-ouro, com reservas de menos de 2% dos depósitos à vista e, finalmente, a partir de 1971, em regimes de moeda fiduciária sem necessidade de quaisquer reservas de ouro.

Analisando essa evolução a partir da perspectiva de aumento da discricionariedade dada aos governos de manipular dinheiro, para produzir ganhos de *seigniorage*, e dispor prontamente de recursos financeiros em casos de emergências, tudo faz sentido, embora não seja o tipo de evolução que, na ausência de coerção, seria de se esperar.

XIV - A EVOLUÇÃO DO DINHEIRO, O PRESENTE.

Ao longo do caminho o dinheiro tornou-se menos previsível, às vezes sua oferta tornou-se demasiado flexível, outras demasiado inflexível. No geral, como já vimos, o custo de manter reservas de ouro não diminuiu (já que os indivíduos e os governos estão utilizando as reservas de ouro como reserva de valor em quantidades mais elevadas do que durante o último período de um chamado padrão-ouro, o regime de câmbio-ouro do período entre guerras) e a oferta de moeda tornou-se tão entrelaçada com as considerações fiscais que hoje essas considerações têm precedência total sobre qualquer outra na concepção da política monetária e das regras bancárias. No entanto, a ordem espontânea continua a operar, por vezes, pela ação desordenada dos agentes econômicos, em outros momentos pelos interesses de aumentar a receita do governo de homens no poder, agindo com sabedoria ou pressionados pelos "Bond vigilantes"²³ e afins.

²³ Esta expressão refere-se aos investidores globais, que, por exigir maiores rendimentos dos títulos do Tesouro a partir do final da década de 1970 até a década de 1990, sempre que políticas fiscais irresponsáveis resultaram na expectativa de uma inflação mais alta, no final forçaram um pouco de disciplina por parte dos políticos nos Estados Unidos.

A introdução do dinheiro cunhado na Grécia antiga aconteceu em um momento em que as circunstâncias para o surgimento e uso de um instrumento como esse para cobrar tributos e pagar despesas do soberano passou a fazer sentido. Ou seja, se a sociedade já não estivesse estruturada de uma forma mais complexa do que as sociedades hidráulicas do Oriente Próximo, acertos de contas por compensação de créditos em mercadorias teriam continuado em uso. Da mesma forma, pode-se dizer que o soberano tem todo o interesse em produzir uma boa moeda ou permitir a produção de um bom dinheiro em circunstâncias normais, precisamente para ser capaz de usá-lo como um instrumento em caso de emergências.

Ao mesmo tempo, os instrumentos financeiros criados pelos agentes de mercado para economizar o dinheiro de alta potência de hoje têm, de fato, ampliado a quantidade de “quase-moeda” 100% lastreado em uma percentagem de liquidez total superior aos níveis de reservas do regime de moeda metálica mesmo antes de 1844. Se levarmos em conta os balanços das instituições financeiras, hoje, a maioria de seus ativos e passivos são mantidos em *fidúcia* e não como parte de seu capital próprio. Ou seja, hoje em dia, a maior parte dos ativos líquidos nos mercados financeiros estão investidos em fundos mútuos de renda fixa com liquidez diária, nos quais as instituições financeiras têm ativos na proporção de 100% dos seus passivos. Argumenta-se aqui que é por isso que a questão da reserva de 100%, por si só, perdeu relevância. Isso não quer dizer que a exigência de reservas de 100% para depósitos à vista não deva ser feita, é claro que deve ser feita. Hoje, porém, depósitos em países avançados representam apenas uma fração – menos de 10% e ainda menos do que isso na maior parte do tempo – dos meios de pagamento medidos por M2²⁴.

O fim do padrão-ouro e a busca por outras fontes de estabilidade levou o sistema bancário a avançar para a redução dos seus balanços nos últimos quarenta anos. Nossos problemas financeiros atuais são de outra ordem. A responsabilidade pelos atuais problemas financeiros em todo o mundo, o principal culpado pela recente crise financeira, está na quantidade de liquidez representada hoje direta e indiretamente pela dívida pública. Vamos ser claros nisso: ao mesmo tempo em que os bancos enxugaram seus balanços de empréstimos comerciais desde a década de 1980, os mesmos bancos e outras instituições financeiras, estavam tomando títulos públicos em fundos mútuos nominalmente sem alavancar seus balanços, no entanto, o resultado é um nível recorde do que se considera como créditos com boas garantias.

Não é a intenção aqui dissecar os atuais problemas financeiros, mas com este artigo, tornou-se claro que as transações no setor financeiro da economia devem refletir o casamento de prazos e quantidade da disponibilidade de recursos reais poupados *vis-à-vis* os compromissos para investi-los. Quando a dívida do soberano entra em jogo, sendo nada mais do que créditos sobre receitas fiscais futuras, eles distorcem os mercados financeiros e levam a uma crise como a mais recente, mesmo que a porção de reservas para instrumentos financeiros líquidos esteja

um novo sistema bancário livre esperado para produzir melhores resultados. Embora autores de propostas de transição para regimes bancários livres nem sempre reconheçam, a eliminação pura e simples do banco central provavelmente induziria a uma corrida bancária imediata. Tal evento é previsível na circunstância de o governo retirar seu apoio ao sistema bancário, já que os descasamentos de prazos de maturação entre ativos e passivos e a qualidade duvidosa dos ativos bancários hoje acumulada depois de décadas de privilégios e políticas de dinheiro fácil são grandes demais para serem varridos para debaixo do tapete. É por isso que a exigência de reserva de 100% é um princípio fundamental do modelo de reforma do sistema bancário proposto por Huerta de Soto (HUERTA DE SOTO, Jesús. **Money, Bank Credit, and Economic Cycles**. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2006. cap. 9, p. 715).

²⁴ Neste ponto, talvez seja o momento de abordar um dos vários problemas que podem surgir em uma transição do regime monetário e bancário que temos hoje para

em um nível recorde. A lição é que nem uma exigência de 100% de encaixe para emitir notas e depósitos à vista, nem mesmo a exigência de reserva de 100% para a emissão de quotas em *MMMMF* (que é o instrumento mais comum para manter a liquidez hoje em dia), são suficientes para evitar descasamentos de prazos se entre os ativos garantindo essas obrigações estejam títulos da dívida pública ou outros créditos contingenciados pelo governo que possam distorcer o equilíbrio monetário, ou outras políticas como o implícito apoio do governo para as instituições financeiras, planos patrocinados pelo governo de "seguro" de depósitos, e assim por diante.

Há limitações epistemológicas para a implementação de políticas de metas de inflação, como se pode depreender da experiência da última vez em que a política monetária foi conduzida principalmente com olhos em índices de preços no período entre guerras²⁵. Mas podemos aceitar que a discussão foi limitada principalmente aos aspectos quantitativos, uma vez que as limitações epistemológicas em praticar políticas de metas de inflação são as mesmas que nos impedem de apontar onde elas estão erradas. Ainda assim, o montante da dívida pública que representam expectativa sobre bens existentes, mas têm receitas fiscais futuras como seu único respaldo, pode muito bem ser apontado como o principal fator perturbando a percepção dos agentes econômicos e desorientando os mesmos com a ideia de que a relativa estabilidade de índices de preço ao consumidor significa que não há expansão do crédito inflacionário em curso. Não se pode saber com precisão como a existência de um estoque de 16 trilhões de dólares em dívida pública²⁶ distorce os sinais para os agentes econômicos em uma economia de 16 trilhões de dólares de

PIB²⁷, como na economia dos Estados Unidos de hoje, mas não precisamos saber isso para concluir que deve resultar em enormes distorções qualitativas (alocativas) não só para a economia americana, mas para o mundo inteiro, dadas as comunicações entre a economia norte-americana e mercados globais.

É minha convicção que as campanhas para o retorno de um padrão-ouro ou de uma exigência de reserva de 100% são hoje na verdade expressões da luta para conter a emissão de dívida pública como um meio de proteger do desperdício com o custeio do governo, recursos que nas mentes dos poupadores deveriam estar investidos, a fim de que os mesmos estejam disponíveis no futuro. A hora do acerto de contas está chegando e quando os mercados financeiros perceberem que as assim chamadas poupanças, não existem mais, que foram desperdiçadas em gastos públicos e que o soberano não pode honrar todas as suas obrigações, a próxima crise financeira acontecerá.

XV - A EVOLUÇÃO DO DINHEIRO, O FUTURO

Vamos voltar para a tendência em direção a formas mais abstratas de dinheiro. Vimos até agora que não é possível eliminar o governo de cena. Por outro lado, a perspicácia de agentes econômicos continua a funcionar. Dados os incentivos certos, eles podem levar a formas mais sofisticadas de dinheiro. No entanto, se o fardo da dívida pública continua a aumentar, este vai inevitavelmente resultar em uma fuga para bens reais, a uma diminuição no nível de abstração do dinheiro, entre outras coisas.

O cenário que nos propomos a explorar é aquele em que a divisão do trabalho em nível global se intensifica, onde o Estado de Di-

²⁵ Ver nota 13.

²⁶ EUA National Debt CLOCK - A dívida pública em 05 de dezembro de 2012 às 14:50:29 GMT era: US\$ 16.344.688.650.537,39. http://www.brillig.com/debt_clock/

²⁷ 20 Dólar-atual do GDP (PIB) - o valor da produção de bens e serviços do país no mercado - no terceiro trimestre de 2012 atingiu o nível de US\$ 15.797,40 bilhões. <http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/gdpnewsrelease.htm>.

reito se torna mais difundido em todo o mundo e alguma moderação nos gastos públicos é imposta, a fim de produzir uma redução gradual no estoque da dívida pública como uma porcentagem da produção mundial, e, portanto, a catástrofe de uma crise de dívida por perda de confiança será evitada. A descrição de tal cenário tem em si um elemento chave das coisas por vir, isto é, algumas limitações no uso de instrumentos financeiros por parte do governo em circunstâncias normais. Isso pode assumir a forma de limites constitucionais ao gasto público, emendas de orçamento equilibrado, ou o governo pode renunciar a algumas de suas prerrogativas monetárias.

Em qualquer caso, ao falar sobre o futuro do dinheiro, não estamos falando sobre o que seria o desenvolvimento do dinheiro, na ausência de coerção governamental, mas aquele que será acompanhado e, em grande parte, orientado por isso. É somente neste cenário e tendo este fator em mente que um movimento no sentido de um regime de base monetária “zero” com uma moeda puramente abstrata como unidade de conta e do uso de instrumentos financeiros líquidos como meio de troca pode ser concebido. No entanto, esse arranjo não oferece muito em termos de estabilidade para o padrão de valor, uma vez que a criação do crédito inflacionário ainda seria possível e, com isso, prováveis desvalorizações da moeda abstrata. Devido a essas considerações que uma evolução no sentido de uma unidade puramente abstrata de conta de alguma forma ligada a algum cesto de commodities, ou seja, algo como a bigamia monetária do Brasil e de Israel na década de 1980 com a indexação generalizada, sistema tabular de Irving Fisher, ou o sistema BFH de Yeager, entre em jogo. Levando-se em conta os atributos para um sistema monetário ideal, as suas principais características seriam a produção de dinheiro de valor estável, com uma oferta flexível o suficiente para acomodar as mudanças na demanda por saldos de caixa, de baixo custo para os agentes econômicos e que impediria a expansão do crédito inflacionário, isto é, seria capaz de impedir a contrapartida no setor financeiro de

um descasamento de prazos e quantidade entre a poupança e os investimentos no setor real. Com esse projeto, pode-se tentar sugerir que um regime de padrão-ouro, banca livre e uma exigência de 100% de encaixes para a emissão de notas e depósitos à vista caberia na medida. Não concordo com isso. Em minha opinião, há uma série de razões pelas quais um sistema deste tipo, em primeiro lugar, dificilmente iria conseguir apoio político para ser implementado e, em segundo, mesmo se implementado, não produziria os resultados esperados. Como uma vez ouvi o professor Allan Meltzer dizendo, não ser contra o padrão-ouro, porque não sabe como funciona, mas porque ele o sabe. Não questiono o aspecto de reservas de 100% sobre depósitos e emissão de notas bancárias. Há argumentos abundantes e convincentes em favor deles na literatura da Escola Austríaca em geral, e nos escritos do Professor Huerta de Soto em particular.

Já dizer que em circunstâncias normais, o fornecimento de ouro pode ter o nível de flexibilidade suficiente para acomodar aumentos na demanda por saldos de caixa e, ao mesmo tempo, ser inflexível o suficiente para não produzir inflação é discutível, no entanto. A literatura de inflação sob o padrão-ouro, mesmo admitindo que a parte mais confiável dela reflete mudanças nos preços sob regimes de reserva fracionária, mostra que é de se esperar algum desequilíbrio. O problema parece ser que, em caso de mudanças bruscas na demanda por saldos de caixa, motivados por um aumento súbito da incerteza, por qualquer motivo (tais como instabilidade política, desastres naturais, etc), ou no caso de um crescimento sustentado em um ritmo mais rápido do que as condições físicas para aumentar a produção de ouro, o aspecto inflexível do padrão de ouro pode resultar em desequilíbrio monetário com efeitos indesejáveis sobre a produção. Mas esse não é o argumento mais importante contra o sistema de padrão-ouro, banca livre e exigência de 100% de reservas em relação à flexibilidade da oferta de dinheiro. Afinal, é de se duvidar que qualquer outro sistema concebível produziria, em circunstân-

cias normais, melhores resultados em termos de estabilidade de preços.

A este respeito, dizer que a oferta de dinheiro não deve ser deixada aos caprichos da mineração é um argumento com muito mais peso. Muito embora, não seja um argumento absoluto. Se for comprovado que não há melhor maneira de se ter um sistema “automático”, ou seja, sem nenhuma oferta de dinheiro discricionariamente determinada do que deixá-lo vinculado à sorte dos mineradores de ouro, isso seria um argumento convincente em favor de um padrão-ouro. No entanto, é de se ponderar que a exigência de reserva de 100% de *qualquer* ativo líquido para a produção de dinheiro seria suficiente, ao mesmo tempo, para eliminar a discricção da produção de dinheiro sem deixá-la sujeita ao desempenho da mineração de ouro.

É possível argumentar em favor disso ao discutir as duas últimas características de um sistema “ideal”, isto é, ter custos razoáveis e evitar a expansão do crédito inflacionário e elas podem ser tratadas ao mesmo tempo. O padrão-ouro, mais especificamente em sua versão com a exigência de reserva de 100% sobre as notas e os depósitos à vista, é uma espécie de regime monetário que impõe um custo de oportunidade elevado aos agentes econômicos. Por isso, acredita-se que em tais regimes, haverá fortes incentivos para os detentores de moeda e gestores financeiros economizarem em reservas de ouro, reduzindo, na medida do que seja legalmente permitido, o uso de notas e depósitos à vista²⁸. Além

disso, tal sistema não exclui a possibilidade de descasamento de prazos entre os ativos e passivos das instituições financeiras em seus depósitos a prazo e, conseqüentemente, isso iria contra o objetivo de todo o projeto. Mesmo em caso de sucesso na implementação de tal sistema, o risco dos ciclos de negócios não seria eliminado. No entanto, se a unidade de conta e o meio de troca fossem dissociados e instrumentos de crédito líquidos pudessem ser usados como meios de troca, seria possível a liquidez, mesmo em prazos muito curtos, ser mantida em instrumentos que remunerassem juros, e ao mesmo tempo, se estender a exigência de reserva de 100% de encaixe também para os depósitos a prazo, se esses instrumentos pudessem ser usados como garantia para os depósitos, como os ativos de fundos mútuos de renda fixa com liquidez diária são hoje em dia. Não é difícil entender que se os

de lingotes de ouro em seus cofres garantindo essas novas notas emitidas. Mas se o mesmo cliente entrasse no banco para depositar seu ouro como um depósito à vista ou como um depósito a prazo, nenhuma reserva era legalmente exigido. A diferença que tal divisão operacional ilustra é a diferença entre o que foi considerado um serviço de guarda do ouro para o cliente (como realizado pelo departamento de emissão) e o que foi considerado como um direito de crédito contra o banco (como realizado pelo departamento bancário) pelas leis bancárias britânicas. O problema é que os depósitos à vista, por sua natureza, como a emissão de notas resgatáveis em espécie a qualquer momento que seja demandado, são também acordos com a natureza jurídica de custódia, de garantia, como observado por Huerta de Soto (HUERTA DE SOTO. **Money, Bank Credit, and Economic Cycles**. p. 18). Portanto, apenas os depósitos a prazo são (legalmente) empréstimos monetários típicos e, portanto, é apenas no que diz respeito às suas responsabilidades decorrentes de depósitos a prazo que os banqueiros são livres para decidir o quanto de reserva eles vão manter com base em considerações de ordem prudencial, em relação à emissão de notas e as atividades de depósito à vista, eles (deveriam ter) a obrigação legal de manter 100% de reservas. São apenas os privilégios concedidos aos bancos, contrário à tradição jurídica ocidental, que lhes permitem confundir todas as suas obrigações, como se a propriedade dos bens fosse totalmente transferida para eles por seus clientes quando é óbvio que no que diz respeito à emissão de notas e aceitação de depósitos à vista isso não acontecia.

²⁸ A estrutura do Banco da Inglaterra na segunda metade do século XIX, ou seja, após 1844, como descrito por Bagehot, ilustra bem o argumento jurídico em favor de uma exigência de reserva de 100% para alguns dos passivos bancários. Não que os arranjos do BOE sejam ideais, longe disso, mas eles oferecem uma boa ilustração dos diferentes tipos de passivos bancários em relação aos aspectos legais da exigência de reserva de 100%. O BOE naquela época era dividido basicamente em dois, para os efeitos legais: o departamento de emissão e o departamento bancário. Se um cliente entrasse no banco naquele tempo para depositar um pouco de ouro e obter notas, o banco era legalmente obrigado a manter a reserva de 100%

intermediários financeiros fossem requeridos a manter a todo tempo 100% de seus passivos garantidos com ativos correspondentes de boa qualidade e não houvesse garantia governamental ou outras distorções como contingenciamento de crédito, o regime monetário seria o mais próximo do ideal possível, isto é, seria o “ótimo” em abstração: uma unidade puramente abstrata de conta e muitos meios de troca emitida de acordo com a demanda dos detentores de dinheiro e garantidos por depósito de ativos líquidos na proporção de 100%. A dissociação de funções e a adoção de vários ativos líquidos para garantir a emissão de instrumentos financeiros com poder libertador (incluindo, mas não exclusivamente o ouro) parece ser a melhor resposta para a busca de um sistema monetário “ideal”²⁹.

POST SCRIPTUM

Como o Professor Huerta de Soto disse, “*não é possível teorizar a priori sobre a evolução futura do dinheiro*”³⁰. É por isso que podemos citar algumas características específicas do dinheiro, e as realidades psicológicas e sociais que podem influenciar a evolução do dinheiro no futuro, mas não é possível ter certeza sobre um fenômeno contingente a tantos eventos futuros. Como uma aplicação do raciocínio desenvolvido neste trabalho, pode-se argumentar que, entre as muitas propostas de reforma monetária, a proposta sugerida pelo

professor Huerta de Soto de banca livre, emissão privada de dinheiro, exigência de 100% de encaixe bancário, e “*permitir que a entrada espontânea e gradual de outros padrões monetários, além de ouro*”³¹ seja compatível com a ideia de uma unidade abstrata de conta separada em muitos meios de troca, como foi proposto pelo professor Yeager com seu sistema BFH que, de acordo com a nossa análise, acomoda melhor a oferta e demanda por meio de troca do que depender da produção de um único metal, como no caso do padrão ouro. ∞

²⁹ Não foi discutido neste trabalho, mas é uma premissa do que aqui foi exposto que embora seja impossível eliminar os condicionantes fiscais que de fato forçam o governo à intervir em assuntos monetários e bancários, é possível limitar essas intervenções às necessidades de financiamento de guerra; e nenhum monopólio estatal da moeda, banco central, leis de curso legal forçoso ou autorização para dívida pública em tempo de paz seria necessário para isso. Na verdade, na medida em que essas intervenções são permitidas, porque contrárias às características mais adequadas para a moeda exercer sua função natural, essas medidas comprometem as possibilidades de financiamento público em caso de emergências.

³⁰ HUERTA DE SOTO. *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*. p. 737.

³¹ *Ibidem*. p. 739.