

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Direito

NATUREZA E PROPRIEDADES DA MOEDA:
CONTRIBUIÇÃO PARA O ESTUDO DO DIREITO
MONETÁRIO NO BRASIL

Cristiano de Oliveira Lopes Cozer

Dissertação de Mestrado em Direito, Estado e Constituição

Cristiano de Oliveira Lopes Cozer

NATUREZA E PROPRIEDADES DA MOEDA:
CONTRIBUIÇÃO PARA O ESTUDO DO DIREITO
MONETÁRIO NO BRASIL

Dissertação apresentada no Curso de Mestrado da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Marcus Faro de Castro

Brasília
Faculdade de Direito da UnB
2006

Cristiano de Oliveira Lopes Cozer

NATUREZA E PROPRIEDADES DA MOEDA: CONTRIBUIÇÃO PARA O
ESTUDO DO DIREITO MONETÁRIO NO BRASIL

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Direito
Mestrado em Direito, Estado e Constituição

Dissertação apresentada à banca examinadora no dia 29 de agosto de 2006, com menção

_____ .

Banca Examinadora:

Presidente: Prof. Dr. Marcus Faro de Castro

Membro: Prof. Dr. Márcio Nunes Iório Aranha Oliveira

Membro: Prof. Dr. Ricardo Villas Bôas Cueva

Dedico o presente trabalho ao meu pai, Edison, à minha mãe, Deusa, e às minhas irmãs, Verônica e Raquel, por uma vida de amor e suporte.

Dedico-o, ainda, à Claudia, pelo apoio, carinho e compreensão, sem os quais ele não seria possível.

Dedico-o, por fim, à Sofia, que agora, do alto dos seus quatro anos, vê o papai concluir, enfim, o trabalho que lhe furtou preciosas horas de brincadeiras conjuntas.

AGRADECIMENTOS

Ao professor Marcus Faro de Castro, por sua inestimável orientação, que ampliou os horizontes do autor e teve importância decisiva para a conclusão da empreitada,

A dois grandes amigos e acadêmicos da mais alta estirpe, Humberto Lucena Pereira da Fonseca e Marcelo Madureira Prates, cujas revisões contribuíram valiosamente para a elaboração desta obra,

Aos amigos do Banco Central do Brasil, por toda paciência e estímulo,

Muito obrigado.

ÍNDICE

PÁGINAS PRELIMINARES	i
ÍNDICE	v
ÍNDICE DE QUADROS	vi
RESUMO	vii
ABSTRACT	viii
INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1: ESTUDO DA MOEDA SOB A ÓTICA DA CIÊNCIA ECONÔMICA	9
1. PRESSUPOSTOS TEÓRICOS DA ABORDAGEM ECONÔMICA NEOCLÁSSICA SOBRE A MOEDA	9
1.1. CARACTERIZAÇÃO GERAL	9
1.2. CONSEQÜÊNCIAS PARA A POLÍTICA MONETÁRIA	13
1.3. CRÍTICAS	19
1.4. CONSEQÜÊNCIAS POLÍTICAS	25
2. MOEDA E AGREGADOS MONETÁRIOS	26
3. POLÍTICA MONETÁRIA	33
3.1. FIXAÇÃO DE EXIGÊNCIAS DE RESERVAS	38
3.2. ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ	40
3.3. OPERAÇÕES EM MERCADO ABERTO	42
4. POLÍTICA CAMBIAL	45
4.1. OPERAÇÕES NO MERCADO INTERBANCÁRIO DE CÂMBIO	50
CAPÍTULO 2: ABORDAGENS DA MOEDA NO ÂMBITO DA CIÊNCIA JURÍDICA	53
5. TEORIAS JURÍDICAS SOBRE A MOEDA	53
5.1. TEORIA ESTATAL DA MOEDA	56
5.2. TEORIA SOCIAL DA MOEDA	62
6. ESTADO E MOEDA	66
CAPÍTULO 3: ESTUDO DA MOEDA SOB A ÓTICA DAS CIÊNCIAS SOCIAIS	71
7. PROPRIEDADES MÍNIMAS DA MOEDA: APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA	71
8. REPRESENTAÇÃO ABSTRATA DE VALOR ECONÔMICO	73
8.1. UNIDADE DE CONTA E CÁLCULO MONETÁRIO	73
8.2. MOEDA COMO FERRAMENTA INCORPÓREA PARA A PERSECUÇÃO RACIONAL DE FINS	78
9. POTENCIAL MONETÁRIO DE OUTORGA DE PODER	85
10. A HIPÓTESE DAS REDES MONETÁRIAS	90
11. PROPOSTA DE COMPREENSÃO DA NATUREZA DA MOEDA NAS SOCIE- DADES CONTEMPORÂNEAS	97
12. PROCESSO DE PRODUÇÃO DE MOEDA NAS SOCIEDADES CONTEMPO- RÂNEAS	106
13. CONFLITOS SOCIAIS LIGADOS À PRODUÇÃO DE MOEDA	114
CAPÍTULO 4: PROPOSTA DE QUADRO TEÓRICO PARA O ESTUDO DO DIREITO MONETÁRIO BRASILEIRO	119
14. VISÃO GERAL DA PROPOSTA	119
15. VALIDADE E VALOR DA MOEDA	125
16. QUADRO TEÓRICO PARA O ESTUDO DO DIREITO MONETÁRIO NO BRASIL	129
16.1. REGIME JURÍDICO DA MOEDA NACIONAL	130
16.2. REGIME JURÍDICO DA PRODUÇÃO DE MOEDA	134
16.3. REGIME JURÍDICO DA POLÍTICA MONETÁRIA	139
16.4. REGIME MONETÁRIO	143
CONCLUSÃO	149
BIBLIOGRAFIA CITADA.....	157

ÍNDICE DE QUADROS

QUADRO 1: CONCEITOS DE MEIOS DE PAGAMENTO ACOLHIDOS PELO BANCO CENTRAL DO BRASIL	33
QUADRO 2: QUADRO TEÓRICO PARA O ESTUDO DO DIREITO MONETÁRIO NO BRASIL	124

RESUMO

O conceito de moeda elaborado pela ortodoxia teórica econômica, com fundamento na noção de meio de troca, apresenta marcantes deficiências para a explicação do papel da moeda nas sociedades contemporâneas. Semelhante conceito é insuficiente para esclarecer a maneira segundo a qual o dinheiro é efetivamente percebido e utilizado pelos agentes econômicos, para não mencionar as dificuldades ligadas à descrição dos processos sociais de produção de moeda. Não obstante, o conceito econômico ortodoxo de moeda é, não raro, acolhido, de maneira acrítica, pela doutrina jurídica.

A presente dissertação dedica-se a investigar a natureza da moeda, com o objetivo de desenvolver um conceito que possa ser manuseado pela ciência jurídica nos dias de hoje. Procura, ademais, identificar as propriedades mínimas que a moeda deve apresentar, nas complexas sociedades contemporâneas, para permitir a coordenação de condutas de agentes econômicos auto-interessados em mercado. Com esses objetivos, o trabalho colhe subsídios em estudos monetários desenvolvidos no âmbito das ciências sociais.

Imbuída desse espírito, a dissertação estuda o papel da moeda nas relações de cunho teleológico entre agentes econômicos, bem como as estruturas institucionais dedicadas à produção de moeda nas sociedades contemporâneas. Dedicase especial atenção, nesse contexto, à importância da atividade financeira estatal e da gestão monetária estatal para a sustentação da validade da moeda e a regulação do seu valor, tendo em vista os objetivos da política econômica.

Os elementos assim obtidos são utilizados na elaboração de uma proposta de quadro teórico para o estudo do direito monetário no Brasil, assim entendido o ramo do direito que tem por objeto a gestão pública da moeda. O delineamento de tal quadro teórico segue as nuances das distintas dimensões e tarefas da gestão monetária brasileira.

ABSTRACT

The concept of money developed by orthodox economic theory, which is based in the idea of a medium of exchange, seems to be unable to explain the role of money in contemporary societies. Such a concept describes inaccurately the way in which economic agents actually perceive and use money, not to mention that it deals inadequately with the social processes of production of money. Nevertheless, the economic orthodox concept of money is very often employed without further inquiry in legal studies.

The present thesis is dedicated to the investigation of the nature of money. It aims at developing a concept of money that can be adequately handled by legal studies nowadays. The author is also concerned with the identification of the basic properties that money has to present in order to allow the action coordination of self-interested economic agents in contemporary markets. Such tasks have been dealt with by the author with the help of elements drawn from monetary studies in social sciences.

The present work investigates the role of money in teleological relations between economic agents, as well as the institutional structures dedicated to the production of money in contemporary societies. In this context, State financial activity and monetary policy show decisive influence over the public regulation both of the validity and of the value of money, considering the prescriptions of economic policy.

The concepts and ideas thus obtained are employed by the author in the development of a theoretical framework intended to support the proper study of the Brazilian Monetary Law, thus called the branch of Brazilian Law which regulates the public management of money. The elaboration of such theoretical framework has been carried out so as to fit the distinct dimensions of the public management of money in Brazil, as well as the different tasks of the Brazilian monetary policy.

INTRODUÇÃO

Causa espécie que a doutrina jurídica dedique tão escassa atenção ao entendimento da moeda. Não é incomum que o seu conceito seja simplesmente pressuposto, como se se tratasse de conhecimento universal e infenso à dúvida¹. Os textos jurídicos que se propõem a esclarecer o sentido da moeda limitam-se, via de regra, a apropriar-se, sem qualquer questionamento, do conceito formulado pela *ortodoxia* teórica econômica², que se ampara na função de *meio de troca* para definir a essência da moeda³. A doutrina jurídica abstém-se, assim, de criticar a definição econômica ortodoxa de moeda, recepcionando-a e manipulando-a como uma noção técnica despida de qualquer conteúdo valorativo. Quando muito, consagra-se alguma atenção à disciplina positiva do curso forçado e da quitação monetária de débitos, que se apresentam como os únicos aspectos propriamente jurídicos de uma idéia que, em seu conjunto, supõe-se escapar à possibilidade de análise não econômica.

A compreensão econômica ortodoxa da moeda, todavia, parece ser insuficiente para uma abordagem adequada do fenômeno monetário e de suas implicações para a sociedade e para o direito. A maior limitação provém, aparentemente, da circunstância de que, ao concentrar o foco analítico na intermediação de trocas, a

¹ É o caso de Laubadère, cujo conhecido *Direito Público Econômico* chega a cuidar do processo de criação de moeda, das autoridades monetárias francesas e da política da moeda e do crédito sem, todavia, esclarecer o que se entende por moeda (cf. LAUBADÈRE, 1985. p. 179-190).

² Identificam-se como ortodoxas, no presente trabalho, as análises da moeda que remontam à escola clássica (que compreende, em especial, as contribuições de Adam Smith, Jean Baptiste Say, David Ricardo e John Stuart Mill), passam pelas contribuições de Stanley Jevons, Carl Menger e Leon Walras e prosseguem nas atuais propostas *neoclássicas*, que acolhem perspectivas teóricas de que são exemplos o neoliberalismo, o monetarismo e a teoria das expectativas racionais. Guardadas as distinções entre tais abordagens, é possível reuni-las sob a mesma epígrafe por partilharem certos pressupostos sobre a moeda. Cf. DODD, 1997. p. 63, nota 1, e INGHAM, 2005. p. 15 e ss.

³ Tome-se, por exemplo, o conceito de *moeda* exposto por Albino de Souza: “Na ‘circulação econômica’, o fato originário é a ‘troca’ de bens. Pode dar-se a interveniência de mais de um ‘bem’, no fato ‘troca’ (que pode ser ‘direta’ ou ‘indireta’). Para realizar-se, esta última depende de um ‘bem intermediário’, cuja função foi exercida historicamente por diversas espécies de bens, chegando-se à ‘moeda’, o ‘dinheiro’. (...) Com a intermediação da moeda, a ‘troca’ passa a ser caracterizada como ‘compra-e-venda’, dando oportunidade à complementação da transação correspondente” (SOUZA, 1999. p. 505).

perspectiva econômica ortodoxa deixa escapar a inserção da moeda em contextos sociais e institucionais precisos. Definir a moeda como mero instrumento de troca desvia a atenção das *relações monetárias*, que, afinal de contas, não passam de relações sociais entre agentes econômicos. Uma certa tendência da abordagem econômica ortodoxa à *neutralização* técnica e política da moeda, ademais, conduz a dificuldades para identificar o potencial que ostenta a moeda de *outorgar poder* ao seu detentor⁴, que pode ser mobilizado por agentes econômicos para adquirir objetos do desejo e para influenciar estrategicamente os demais agentes econômicos. Mais que um simples instrumento técnico para a intermediação de trocas e a ampliação da eficiência econômica, a moeda consiste, visivelmente, em meio para a satisfação de necessidades e interesses e para a conformação teleológica de condutas alheias.

O modelo econômico neoclássico, que, desde o final da década de 1960⁵, passou a gozar das preferências de grande parte da academia e das autoridades monetárias, salienta as potencialidades do livre jogo dos interesses privados no mercado e prega a redução da intervenção estatal na ordem econômica. Nos dias atuais, o programa econômico mais difundido, identificado como *neoliberalismo* ou *consenso de Washington*, que se ampara em pressupostos neoclássicos, caracteriza-se, segundo Roberto Mangabeira Unger, pelas seguintes recomendações: (a) estabilização macroeconômica ortodoxa, em especial mediante o equilíbrio fiscal; (b) liberalização, sob a forma de integração ao sistema de comércio mundial e às suas regras; (c) privatização, entendida como a retirada do governo da produção e, de forma mais ampla, como a adoção dos padrões de legislação privada ocidental e a defesa da autoregulação; e (d) implantação de políticas sociais compensatórias dos efeitos geradores de desigualdade, apelidadas de *redes de segurança*

⁴ O conceito de outorga de poder pela moeda será apresentado no item 9 desta dissertação.

⁵ A década de 1970 foi marcada pelo descrédito da teoria econômica keynesiana, que havia prevalecido desde o final da Segunda Guerra Mundial, e pela ascensão das idéias monetaristas. Sobre o assunto na experiência estadunidense, cf. GALBRAITH, 1997. p. 275-290.

*social*⁶. Parece imperar, entre os defensores de tais propostas, a convicção otimista da convergência das sociedades contemporâneas para uma ordem liberal globalizada, dotada das melhores práticas e instituições disponíveis no imaginário econômico⁷.

O modelo neoclássico redundante, ao que tudo indica, em intervenções na ordem econômica apartadas de quaisquer estratégias de promoção do desenvolvimento e da justiça social. Aparentemente, o aludido modelo conduz a uma excessiva preocupação com o controle da estabilidade da moeda, eleita como fim exclusivo da gestão monetária, em detrimento de valores e interesses dos mais diversos matizes. Aos bancos centrais reserva-se, nesse contexto, um papel eminentemente técnico, recomendando-se que se lhes confira *autonomia*, com o duplo intuito de isolar as autoridades monetárias de pressões políticas por expansionismo inflacionário e de impedir sua *captura* por interesses privados.

A teoria econômica neoclássica adota, aparentemente, uma compreensão *esterilizadora* da moeda, à qual se reserva o papel secundário de um instrumento técnico e politicamente *neutro* para a intermediação de trocas, que deve ser cultivado de maneira a fornecer um ambiente propício para o funcionamento eficiente da economia real. A tese econômica da neutralidade da moeda opera, nesse contexto, como um poderoso aparato *ideológico*⁸ que ofusca as diferenças entre os agentes econômicos, no que diz respeito à distribuição social da riqueza, e reduz a gestão monetária a uma atividade técnica, dirigida à eficiência e preocupada exclusivamente com relações objetivas entre variáveis econômicas.

⁶ UNGER, 1999. p. 49-50. Tais propostas, afirma Unger, integram o neoliberalismo “em sua forma mais abstrata e universal”.

⁷ Trata-se, ainda segundo Unger, da *tese da convergência*, compreendida como a “crença de que as sociedades contemporâneas convergem gradualmente para um conjunto inter-relacionado das melhores práticas e instituições disponíveis no mundo atual”. Prossegue o autor salientando que, “como toda ideologia poderosa, a tese da convergência se torna uma profecia autocomprovadora, desacreditando o esforço de exploração de estruturas alternativas” (UNGER, 1999. p. 50).

⁸ Adota-se o termo *ideologia*, no presente texto, para indicar um sistema de crenças políticas caracterizado por uma falsa consciência das relações sociais.

A busca de uma compreensão adequada da moeda passa, portanto, pela necessidade de desvendar o conteúdo *ideológico* das teses monetárias ortodoxas e indicar o potencial de emancipação da gestão monetária. O direito pode, nesse contexto, oferecer interessantes contribuições para a formulação de uma alternativa ao método neoclássico de administração da economia. Como leciona Marcus Faro de Castro, a tradição institucional da jurisdição caracteriza-se precisamente pela capacidade de agregar valores não econômicos (e sim morais, culturais etc.) à formulação da política econômica, pois, na tradição jurisdicional, “as normas e as comunicações são interpretadas à luz do desiderato de manter distribuição equitativa do grau de autonomia dos indivíduos na formação de suas preferências relativas à produção de utilidades”⁹.

O presente estudo dedica-se a investigar a noção de moeda, ressaltando quais as suas implicações para a ciência jurídica. Contrapõe-se à recepção acrítica do conceito econômico ortodoxo de moeda pela ciência jurídica e aparta-se decididamente das construções teóricas que compõem, na terminologia adotada por Castro, o *primeiro* e o *segundo direitos econômicos*¹⁰. Integra-se, diversamente, no esforço de fornecimento de subsídios para a elaboração de um *novo direito econômico*, atento aos riscos da *mercantilização* e da *financeirização* de bens apreciáveis sob pontos de vista distintos da perspectiva da eficiência econômica¹¹.

Justifica-se o presente trabalho pelo interesse em prover a ciência jurídica de uma estrutura analítica apropriada à investigação das características gerais da moeda e

⁹ CASTRO, 2002. p. 201.

¹⁰ Castro denomina *primeiro direito econômico* o conjunto das primeiras abordagens jurídicas da política econômica, a partir do início do século XX, as quais consistiam, basicamente, em especializações do direito administrativo. Chama de *segundo direito econômico*, a seu turno, as contribuições da chamada *análise econômica do direito*. Sobre o assunto, cf. CASTRO, 2005. item 3. É possível incluir, dentre as obras do primeiro direito econômico, LAUBADÈRE, 1985; VAZ, 1994; VENANCIO FILHO, 1998; e SOUZA, 1999. Exemplos da abordagem desenvolvida pelo segundo direito econômico encontram-se em HARRISON, 2003; COOTER E ULEN, 2004; NUSDEO, 1997; e SADDI, 1997.

¹¹ Sobre o assunto, cf. CASTRO, 2005. item 5.1.

das relações monetárias nas sociedades contemporâneas. O texto socorre-se, com esse intuito, das ciências sociais, nas quais vai buscar os elementos para a construção do arcabouço teórico para uma compreensão adequada da moeda. Não se deve esperar do estudo, por isso, algo como o desvendar da natureza jurídica da moeda e sua discriminação em meio às instituições formais produzidas pelo positivismo jurídico. Procura-se aclarar seu sentido sem a pretensão de condensá-la em alguma fórmula elegante e concisa; mais importante é bem investigar seu papel e seu funcionamento nas sociedades contemporâneas.

O estudo da moeda passa, sem dúvida, pelo entendimento de sua atuação nas relações de cunho teleológico encetadas entre agentes econômicos. Não deve, todavia, deter-se nessa dimensão restrita das relações monetárias privadas, pois, dessa maneira, parcela significativa do fenômeno monetário seria amputada. É preciso questionar, adicionalmente, como se produz moeda e de onde provém o seu valor. Nas sociedades contemporâneas, esse tipo de indagação conduz, de modo inevitável, à necessidade de se debruçar sobre a gestão pública da moeda¹².

Por fim, a presente dissertação pretende apresentar uma contribuição para a abordagem *jurídica* da gestão monetária estatal *brasileira*. Não se objetiva, entretanto, produzir um modelo acabado para a elaboração da política da moeda no país. O objetivo do texto é bem mais modesto: deseja-se apenas elaborar um *quadro teórico abstrato* que permita o estudo, sob o ponto de vista jurídico, da gestão monetária estatal brasileira, nos dias correntes. Espera-se que o modelo veicule uma estrutura analítica compatível com a complexidade do objeto, ou seja, o modelo precisa demonstrar-se idôneo para o estudo, sob

¹² A qual, nos dias correntes, pode ser estatal ou, eventualmente, supranacional, como ocorre com a união monetária européia. Não se deve desprezar, contudo, a influência que as decisões tomadas em organizações multilaterais, a exemplo do Fundo Monetário Internacional (FMI) ou a Corporação Andina de Fomento (CAF), exercem sobre as gestões nacionais (ou supranacionais) da moeda.

o ponto de vista jurídico, das distintas dimensões e tarefas da gestão monetária brasileira. O trabalho sustenta, sobre o assunto, a tese de que a gestão monetária estatal defronta-se com duas tarefas correlatas: a manutenção da *validade* da moeda e a regulação do seu *valor* em conformidade com os objetivos da política econômica¹³. Tais aspectos da gestão monetária, portanto, devem guiar a elaboração do modelo teórico proposto.

Em síntese, o texto pretende investigar a natureza e as propriedades gerais da moeda nas sociedades contemporâneas, com o objetivo de reunir elementos para a compreensão da moeda sob o ponto de vista jurídico. A seguir, o trabalho se propõe a aplicar os elementos assim obtidos na elaboração de um quadro teórico apropriado ao estudo do direito monetário brasileiro na atualidade.

Cumprir alertar que, nas sociedades contemporâneas, imersas em fluxos internacionais de capitais voláteis e de crescente velocidade, existem marcadas restrições estruturais à formulação independente da gestão monetária, em especial nos países em desenvolvimento. O trabalho, todavia, passa ao largo da discussão atinente tanto aos efeitos da liberalização econômica sobre os balanços de pagamentos nacionais quanto à influência das decisões tomadas em organismos multilaterais sobre a gestão monetária nacional. A análise necessita ser complementada, destarte, por estudos a respeito de mecanismos que afastem ou reduzam a fragilidade das economias nacionais ante os fluxos internacionais de capitais¹⁴.

A dissertação divide-se em quatro capítulos. O *primeiro capítulo* inicia-se com a exposição e crítica dos pressupostos subjacentes à abordagem da moeda pela teoria econômica neoclássica e prossegue com a apresentação do instrumental teórico básico, na ciência econômica, a respeito da moeda e da regulação monetária. O *segundo capítulo* é

¹³ Sobre tais conceitos, cf. o item 15 deste trabalho.

¹⁴ Sobre o assunto, cf. FREITAS E PRATES, 2003.

dedicado à exposição de algumas teorias jurídicas a respeito da moeda e ao estudo da relação entre a soberania monetária estatal e a gestão monetária. O *terceiro capítulo* investiga, sob o ponto de vista das ciências sociais, as propriedades mínimas da moeda nas sociedades contemporâneas. Dedicar-se, em seguida, à exposição de uma proposta de compreensão adequada da moeda, com apoio na chamada teoria creditícia. O *último capítulo*, por fim, tem por objetivo a apresentação de um quadro teórico apropriado para o estudo do direito monetário brasileiro, tendo em vista as nuances e dimensões da gestão estatal da moeda no país.

Um esclarecimento terminológico preliminar deve ser feito a respeito do vocábulo *moeda*, que costuma ser empregado pela literatura em dois diferentes contextos semânticos. Num deles, que abrange espectro mais restrito de significantes, a moeda consiste num meio de pagamento denominado na unidade de conta instituída em lei, que dispõe de poder liberatório de obrigações (curso legal) e se apresenta em suporte material, em regra na forma de moedas metálicas e de notas (moedas-papéis)¹⁵. O presente texto reservará, para designar a moeda nesse sentido restrito, a expressão *moeda manual*. Os textos jurídicos, normalmente impregnados de preocupações ligadas à disciplina das obrigações privadas ou à regulação estatal de caráter coercitivo, são pródigos na utilização de tal conceito restrito. Por usualmente excluírem do espectro de seus estudos a intervenção na economia com o emprego de medidas de cunho fiduciário¹⁶, entregando-a

¹⁵ Mendes e Nascimento, por exemplo, afirmam que, nos dias atuais, a moeda (no sentido restrito) é “um título de poder liberatório emitido pelo Estado, com curso forçado decorrente de lei e com aceitação obrigatória para cancelar débitos”. MENDES E NASCIMENTO, 1991. p. 38.

¹⁶ A propósito da distinção entre intervenção coercitiva e intervenção fiduciária na ordem econômica, cf. CASTRO, 2005. item 4.2. Trata-se do assunto no item 3 desta dissertação.

aos cuidados de economistas¹⁷, os juristas, em especial os de matiz positivista, costumam rejeitar qualquer conceito de moeda caracterizado por maior amplitude¹⁸.

No segundo contexto semântico, de maior abrangência, as referências à moeda englobam um conjunto mais ou menos extenso de ativos e instrumentos financeiros que, a depender de sua *liquidez*, interessam à regulação monetária. A teoria econômica alude, nesse sentido, aos *meios de pagamento* contidos em distintos *agregados monetários*¹⁹. Nesse sentido, outros ativos e instrumentos financeiros, além das moedas metálicas e notas, são possivelmente abrangidos pelo conceito de moeda, como, por exemplo, os depósitos bancários à vista e a prazo, os depósitos em poupança e os títulos do tesouro em poder do público. As referências à moeda neste texto, salvo indicação em contrário, devem ser entendidas nesse contexto semântico alargado.

¹⁷ Uma exceção encontra-se em SOUZA, 1999. p. 505-516, que inclui a política monetária entre o conteúdo das normas de direito econômico.

¹⁸ Um exemplo dessa postura é encontrado em livro didático sobre o aspecto legal do dinheiro, de autoria de F. A. Mann: “(...) problemas tais como política monetária, a administração e oferta, a quantidade e estabilidade da moeda não são assuntos para o advogado. Ele beneficiar-se-á mais da visão do economista de que contas correntes postais, contas bancárias, notas do tesouro, talvez mesmo ordens de pagamento bancárias, letras de câmbio e cheques, caracterizam-se como moeda, pois, em um contexto especial, tais ‘moedas bancárias’ (*monnaie scripturale, Buchgeld*), enfatize-se, podem bem ser tratadas pela lei como moeda. Em regra, no entanto, contas bancárias, por exemplo, são dívidas, não moeda, e contas de depósito a prazo não são sequer dívidas pagáveis à vista” (MANN, 1971. p. 5-6. Tradução livre. Os termos entre parênteses encontram-se em francês e em alemão, respectivamente, no original).

¹⁹ Sobre os conceitos de liquidez, meio de pagamento e agregado monetário, cf. o item 2 deste trabalho.

CAPÍTULO 1

ESTUDO DA MOEDA SOB A ÓTICA DA CIÊNCIA ECONÔMICA

1. PRESSUPOSTOS TEÓRICOS DA ABORDAGEM ECONÔMICA NEOCLÁSSICA SOBRE A MOEDA

1.1. CARACTERIZAÇÃO GERAL

A teoria neoclássica é, sem dúvida, a teoria econômica de maior influência nos dias correntes. Suas teses e recomendações não apenas ocupam o *mainstream* acadêmico, mas também influenciam a condução da gestão pública da moeda em todo o globo. O presente item versará brevemente sobre algumas assunções acolhidas pela teoria econômica neoclássica a respeito da natureza da ação humana e do funcionamento da economia e da moeda, procurando identificar os aspectos que merecem reformulação, a fim de preparar o terreno para uma proposta de compreensão adequada da moeda nas sociedades contemporâneas²⁰.

O modelo econômico neoclássico representa a economia como uma rede de trocas de mercadorias e de serviços entre produtores independentes, organizada segundo a divisão social do trabalho e dotada de ínsita harmonia, a qual, como uma *mão invisível*²¹, concatena ações individuais egoístas num conjunto ordenado e virtuoso²². A idéia de

²⁰ A respeito do assunto, cf. INGHAM, 2005. p. 15-37; DODD, 1997. p. 39-65; e DEMARTINO, 2000, em especial p. 91-124.

²¹ A conhecida imagem de Smith é exposta nestes termos: “Como todo indivíduo, portanto, esforça-se o quanto pode para empregar seu capital em suporte da indústria doméstica e para direcionar essa indústria de tal modo que sua produção seja do maior valor possível; todo indivíduo necessariamente trabalha para propiciar um rendimento anual da sociedade tão elevado quanto consiga. Em geral, sem dúvida, ele nem pretende promover o interesse público nem sabe o quanto ele o está promovendo. Ao apoiar a indústria doméstica preferencialmente à indústria externa, ele busca apenas sua própria segurança; e, ao dirigir essa indústria de tal maneira que sua produção seja do maior valor possível, ele busca apenas seu próprio ganho, e nisso, como em muitos outros casos, ele é levado por uma *mão invisível* a promover um fim que não integrava suas intenções” (SMITH, 1991. p. 351-352. Tradução livre. Grifei).

²² “Na visão da economia neoclássica, o mercado é um mecanismo extraordinário que permite que uma sociedade – qualquer sociedade, não importa quão pequena ou grande, simples ou complexa – organize a produção e distribuição de bens e serviços *eficientemente*. Graças à competição que estabelece entre

equilíbrio é fundamental para a descrição neoclássica da economia. A ordem e a coesão da rede de trocas são vistas como o resultado espontâneo de uma série de ações voltadas ao interesse próprio, de tal maneira que a atuação estatal é potencialmente desestabilizadora do equilíbrio “natural” do mercado.

O parâmetro normativo acolhido pela teoria neoclássica é a busca da maior *eficiência*. Cooter e Ulen esclarecem que os economistas costumam atribuir sentidos distintos à eficiência. Do ponto de vista da produção de mercadorias, segundo os autores, diz-se que um processo é eficiente quando uma de duas condições se verifica: (a) não é possível produzir a mesma quantidade de bens usando uma combinação de insumos de menor custo ou (b) não é possível produzir mais bens usando a mesma combinação de insumos. Quando, por outro lado, o enfoque é dirigido à satisfação de preferências individuais, a eficiência é definida como *eficiência alocativa*, ou *eficiência de Pareto*. Nesse sentido, uma situação particular se diz eficiente “caso seja impossível modificá-la de maneira a deixar uma pessoa em situação melhor (segundo seu próprio julgamento) sem deixar outra pessoa em situação pior (também segundo seu próprio julgamento)”²³.

O escola neoclássica advoga, de forma particularmente enfática, a descrição do comportamento humano segundo critérios de *escolha racional*²⁴. A aludida escola, entretanto, não chega a fundamentar sistematicamente a capacidade de escolha racional. Limita-se a indicá-la como *pressuposto* cujo esclarecimento é relegado a outras

empresas, o mercado assegura que os recursos escassos da sociedade sejam alocados entre usos alternativos na precisa medida que mais beneficia a sociedade” (DEMARTINO, 2000. p. 4. Tradução livre. Grifo no original).

²³ COOTER E ULEN, 2004. p. 16-17. Tradução livre. É claro que o critério de Pareto não dá qualquer indicação a respeito da justiça de uma determinada distribuição. Como salienta DeMartino, “(...) quando se diz que um resultado é eficiente, nada se diz sobre equidade ou justiça. O primeiro [termo] é entendido como um conceito despido de conteúdo valorativo; o segundo é profundamente carregado de valor” (DEMARTINO, 2000. p. 43. Tradução livre).

²⁴ Reúnem-se sob a chamada *teoria da escolha racional* (“rational choice theory”) as abordagens científicas que enxergam o comportamento humano como o produto de deliberações racionais baseadas na maximização da utilidade. Nas palavras de John Scott, “a teoria da escolha racional adota uma posição metodológica individualista e procura explicar todos os fenômenos sociais em termos de cálculos racionais efetuados por indivíduos auto-interessados” (SCOTT, 2000. item “summary”. Tradução livre).

ciências, tais como a psicologia, a antropologia, a biologia ou a sociologia²⁵. Por força de semelhante pressuposto, o agente econômico é descrito, em termos não históricos, como *homo oeconomicus* – um ser inerentemente *racional*, entendendo-se a racionalidade, no âmbito da teoria da escolha racional, como a capacidade de efetuar escolhas coerentes entre quaisquer alternativas, em conformidade com uma ordem subjetiva de preferências inerentemente consistentes. A capacidade de escolha racional implica, em particular, a possibilidade de orientação de condutas em termos de *maximização do lucro*²⁶. Como resultado, o agir econômico, inevitavelmente dirigido à busca da maior satisfação pessoal, torna-se suscetível de tratamento matemático e de predição estatística segundo leis econômicas consideradas universais²⁷.

A teoria neoclássica distingue na economia um setor *real* e um setor *monetário*. O primeiro, no qual ocorrem trocas de produtos e de serviços, é basilar para a construção dos modelos de equilíbrio geral, nos quais a atividade de *produção* desempenha papel explicativo central. As variáveis econômicas da economia real são consideradas as únicas efetivamente relevantes para a determinação do nível de atividade econômica e para a alocação e a distribuição de bens econômicos em mercado.

O setor monetário, a seu turno, caracteriza-se por fluxos de moeda que mais não fazem do que representar, de maneira neutra, os valores das trocas ocorridas na economia real. Eventuais distúrbios provenientes de alterações na quantidade de moeda em circulação apresentam-se apenas em curto prazo; em longo prazo, o nível de atividade econômica tende a se acomodar segundo as variáveis reais. À regulação monetária, por isso, atribui-se primacialmente a função de corrigir distúrbios monetários em curto prazo,

²⁵ Nesse sentido, DEMARTINO, 2000. p. 41.

²⁶ HARRISON, 2003. p. 50-51.

²⁷ DEMARTINO, 2000. p. 38-39.

adequando a oferta de moeda – tipicamente, nos modelos ortodoxos, *oferta exógena*²⁸ – às necessidades da economia real.

Os pressupostos neoclássicos redundam em uma compreensão *esterilizadora*, por assim dizer, da moeda. Delineada como variável *neutra*, a moeda é explicada como *meio de troca* cujas virtudes econômicas resultam do fato de se resumir a instrumento técnico para a ampliação da eficiência do intercâmbio de mercadorias e serviços. A tese da neutralidade não se resume, contudo, a esse aspecto propriamente *técnico* da utilização da moeda. A moeda seria, também, *politicamente neutra*, tendo em vista que não geraria desigualdades na distribuição de riqueza e de poder, mas apenas as expressaria²⁹. Por enxergar a moeda como uma *mercadoria* que atua como meio de troca, a teoria neoclássica destina-lhe o mesmo instrumental teórico aplicável às trocas de mercadorias e de serviços, a exemplo das leis da oferta e da procura e da utilidade marginal³⁰.

²⁸ Distinguem-se, na teoria econômica, duas abordagens a respeito da determinação da oferta de moeda na economia. Numa das abordagens, que sustenta a hipótese de que a oferta de moeda é determinada exclusivamente pelo Estado, a moeda é dita *exógena*. Na outra abordagem, que abraça o entendimento de que a oferta de moeda decorre da demanda por crédito na economia, a moeda é chamada de *endógena*. Como esclarecem Lopes e Rossetti, a moeda se diz *exógena* sob a hipótese de que constitui “elemento institucional subordinado ao controle das autoridades monetárias. (...) a hipótese da exogeneidade da moeda não é de aceitação unânime. Para alguns teóricos da economia monetária, a oferta da moeda não se subordina necessariamente a controles centrais, sendo gerada pelas próprias necessidades da economia, transformando-se assim em variável *endógena*” (LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 123. Grifo no original). Adota-se, no presente texto, o pressuposto de que a moeda é em parte exógena (e, por conseguinte, parcialmente sujeita ao controle das autoridades monetárias) e, em parte, endógena (ou seja, a criação de moeda pelo sistema financeiro depende, em parte, das demandas por crédito no âmbito do sistema econômico). Sobre o assunto, INGHAM, 2005. p. 136-151.

²⁹ DODD, 1997. p. 39.

³⁰ “De acordo com a [teoria clássica da moeda], moeda é apenas outro nome para uma mercadoria empregada na troca com maior frequência que qualquer outra, e que é, por essa razão, adquirida principalmente com o objetivo de facilitar o intercâmbio (...). O ponto crucial é que bens empregados como moeda não são diferentes de outras mercadorias; que sua oferta e demanda são reguladas pelo mercado como as de outras mercadorias; e que, conseqüentemente, todas as noções que atribuem à moeda qualquer caráter distinto do de uma mercadoria empregada como meio de troca indireta são inerentemente falsas” (POLANYI, 2001. p. 137-138. Tradução livre).

1.2. CONSEQUÊNCIAS PARA A POLÍTICA MONETÁRIA

A principal consequência metodológica da equiparação da moeda às demais mercadorias, em relação à política monetária³¹, é a possibilidade de aplicação da *teoria quantitativa da moeda*, em conformidade com a qual o nível de preços corresponde à função da proporção entre a quantidade da moeda em circulação e a quantidade de bens na economia³². A versão mais conhecida da teoria quantitativa é expressa na chamada fórmula de Fisher, assim elaborada³³:

$$MV + M'V' = PT$$

A quantidade de moeda em circulação é representada, na fórmula, pelo dinheiro em poder do público (M) e pelos depósitos à vista em instituições bancárias (M'); V e V' são as respectivas velocidades de circulação; P é o nível geral de preços e T , o volume de transações. A abordagem quantitativa sustenta que a velocidade de circulação da moeda (V e V') e o volume de transações (T) são variáveis que independem da quantidade de moeda em mercado, encontrando-se atreladas a fenômenos não monetários, como índices de produtividade e novas regulamentações da atividade bancária³⁴. Tendo em vista que tais variáveis, na opinião corrente, não apresentam modificações consideráveis em curto prazo, segue-se que basta, para a política monetária, levar em conta as alterações

³¹ Chama-se política monetária o conjunto de atividades de intervenção estatal na economia que, segundo Lopes e Rossetti, operam mediante o “controle da oferta de moeda e das taxas de juros, no sentido de que sejam atingidos os objetivos da política econômica global do governo” (LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 253). Sobre o assunto, cf. o item 3 desta dissertação.

³² “Teoria quantitativa da moeda: teoria segundo a qual o nível de preços em um sistema econômico é diretamente proporcional à quantidade de sua oferta de moeda. A teoria quantitativa é baseada na equação de troca, que é simplesmente $MV=PT$, na qual M é a quantidade de moeda, V a velocidade de sua circulação, P o nível de preços e T o valor do produto real. A equação de troca é um truísmo, pois declara que a demanda total (moeda total em circulação vezes sua taxa de circulação) é igual à oferta total (nível de preço vezes produção real). A teoria quantitativa da moeda assume que V é determinado pelos hábitos de consumo da população e tende a permanecer constante, e que T é determinado pela capacidade produtiva da economia. Assim, a equação de troca para a teoria quantitativa torna-se $M=kP$, ou, em outras palavras, o nível de preços depende apenas da quantidade de moeda e é diretamente proporcional a ela” (GREENWALD, 1973. verbete “quantity theory of money”. Tradução livre).

³³ A fórmula e os correspondentes esclarecimentos apóiam-se em INGHAM, 2005. p. 20-21.

³⁴ DODD, 1997. p. 49.

no nível de preços (P) e na quantidade de moeda (M e M'). As teorias ortodoxas fixam o sentido da causalidade, na fórmula acima transcrita, da esquerda para a direita; como resultado, alterações na quantidade de moeda (entendida como elemento *exógeno*, ou seja, sujeito ao controle das autoridades monetárias) provocam modificações no nível de preços.

Um exemplo de aplicação da teoria quantitativa da moeda é fornecido pela escola *monetarista* (ou *monetarismo tipo I*)³⁵. Governos e bancos centrais, segundo o monetarismo, podem interferir em variáveis econômicas nominais, como o nível de preços, por intermédio do controle da oferta de moeda. Os monetaristas enxergam com preocupação, todavia, a possibilidade de que o uso inadequado de tal instrumento, orientado por interesses eleitorais ou pelo anseio de reduzir o déficit público, redunde em políticas expansionistas, distanciando-se da regulação da moeda em bases estritamente técnicas. A política monetária, incapaz de afetar variáveis econômicas reais, deve ser reservada, segundo o monetarismo, para assegurar condições de estabilidade que tornem possível à economia operar com maior eficiência nos termos de sua capacidade espontânea³⁶.

Existem, segundo o monetarismo, limites precisos ao emprego da regulação monetária. Milton Friedman torna-os patentes ao restringir o uso da política monetária à persecução de três objetivos fundamentais. Primeiro, evitar que a própria moeda se torne uma fonte de perturbações econômicas (o que significa, para Friedman, impedir que as oscilações no valor da moeda tragam empecilhos ao funcionamento regular da economia real). Segundo, proporcionar um ambiente de estabilidade para o

³⁵ O *monetarismo tipo I*, escola econômica de grande influência na década de 1970, conta, entre seus expoentes, os nomes de Milton Friedman, Anna Schwartz, Karl Brunner e Allan Meltzer. A escola, que se originou na Universidade de Chicago, sustenta a existência de uma *taxa natural de desemprego* e um modelo de comportamento humano baseado em *expectativas adaptativas*. A principal recomendação da escola, para fins de política monetária, consiste na adoção de uma regra para o comportamento dos agregados monetários. Sobre o assunto, cf. MODENESI, 2005. p. 54-78.

³⁶ INGHAM, 2005. p. 29-30.

funcionamento da economia real. Terceiro, contribuir para a compensação de distúrbios de maiores dimensões gerados na economia real³⁷. Tais objetivos, segundo Friedman, são aqueles que *podem* ser alcançados pela política monetária, tendo em vista a sua escassa influência sobre variáveis econômicas reais e as *limitações cognitivas* inerentes à sua aplicação³⁸.

Friedman prescreveu, para as autoridades monetárias, que se abstivessem de alterações bruscas em suas políticas e se comprometessem publicamente a manter uma taxa de crescimento constante da oferta de moeda, pois “seria melhor contar com uma taxa fixa que produza inflação ou deflação moderada, desde que seja estável, do que sofrer as amplas e erráticas perturbações que nós já experimentamos”³⁹. Semelhante política atingiria o ótimo monetário e propiciaria a estabilidade necessária para o funcionamento sem empecos da economia real⁴⁰.

A chave da estabilidade econômica, segundo o monetarismo, está, portanto, no trabalho eminentemente técnico de adequação da oferta de moeda à dinâmica da economia real. Verifica-se aí, em pleno vigor, a tese da neutralidade técnica da moeda. Ademais, transparece igualmente, na proposta de Friedman, a importância das *expectativas* nutridas pelos agentes econômicos a respeito da manutenção da estabilidade monetária. Os monetaristas operam, geralmente, com um modelo de *expectativas adaptativas*, segundo o

³⁷ FRIEDMAN, 1968. p. 12-14. No que diz respeito ao terceiro objetivo, Friedman salienta que o potencial da política monetária para auxiliar na correção de problemas gerados na economia real é bastante reduzido e, por limitações cognitivas (que serão explicitadas adiante), restrito a distúrbios de maior porte.

³⁸ FRIEDMAN, 1968. p. 14. As *limitações cognitivas* consistem nas defasagens inerentes à condução da política monetária, as quais podem ser agrupadas em dois tipos: defasagens *internas* (que dizem respeito ao período de tempo entre a ocorrência de um choque no valor da moeda e a tomada de medidas por parte das autoridades) e defasagens *externas* (relacionadas ao intervalo de tempo entre a adoção da medida e o surgimento de seus efeitos). Sobre o assunto, cf. MODENESI, 2005. p. 75-78.

³⁹ FRIEDMAN, 1968. p. 16. As perturbações a que se refere Friedman são as oscilações no valor do dólar em diversas ocasiões, ao longo do séc. XX (1919 e 1920, 1937 e 1938, 1953 e 1954, 1959 e 1960, e 1966), em parte agravadas, em seu entendimento, pela inabilidade do Fed (o banco central estadunidense) em reagir adequadamente (*op. cit., loc. cit.*).

⁴⁰ FRIEDMAN, 1968. p. 17.

qual os agentes econômicos formam suas expectativas a respeito da evolução futura da inflação com base na experiência proporcionada por inflações passadas⁴¹.

As expectativas dos agentes econômicos apresentam grande importância igualmente para a abordagem do chamado *monetarismo tipo II* (também chamado de *modelo novo-clássico*)⁴², que representa, em boa medida, como bem anota Modenesi, uma *extensão* do modelo do monetarismo⁴³. O monetarismo tipo II abraça, basicamente, os mesmos pressupostos do monetarismo tipo I, inclusive certa desconfiança em relação à possibilidade de emprego da política monetária para fins eleitoreiros. Existem, entretanto, pontuais distinções, dentre as quais se destaca o modelo teórico atinente à formação de expectativas pelos agentes econômicos.

O monetarismo tipo II emprega o modelo das *expectativas racionais*, segundo o qual os agentes maximizam a utilização de toda informação disponível ao formarem suas expectativas a respeito da evolução futura de determinadas variáveis econômicas. As perspectivas dos agentes econômicos quanto à inflação, nesse contexto, não são formadas apenas pela experiência proporcionada por inflações passadas, mas, igualmente, por toda informação disponível a respeito de sua evolução futura⁴⁴. Para os

⁴¹ Uma das conseqüências do modelo das expectativas adaptativas é o fenômeno da *ilusão monetária*, isto é, uma equivocada apreensão da inflação pelos trabalhadores que pode conduzir o desemprego, no curto prazo, a um nível distinto de sua taxa “natural”. Sobre o assunto, cf. MODENESI, 2005. p. 66-69.

⁴² Modenesi indica, como expoentes do monetarismo tipo II, os nomes de Robert Lucas Jr., Thomas Sargent, Neil Wallace e Edward Prescott (MODENESI, 2005. p. 135).

⁴³ Como esclarece Modenesi, “o modelo novo-clássico pode ser considerado uma extensão do monetarismo tipo I, ao **incorporar** dois elementos centrais da abordagem teórica desenvolvida por Friedman: (i) a hipótese da existência de uma **taxa natural de desemprego**; e (ii) a **concepção monetarista da inflação** ou a proposição de que a inflação é um fenômeno meramente monetário” (MODENESI, 2005. p. 139. Grifos no original).

⁴⁴ Como resultado do acolhimento da *teoria das expectativas racionais*, os defensores do monetarismo tipo II afastam a possibilidade da prática de erros *sistemáticos* pelos agentes econômicos, pois erros sistemáticos conduziram à reformulação coerente das expectativas. O acolhimento de semelhante teoria constitui o mais importante ponto de discórdia em relação aos monetaristas do tipo I (que, como se viu, adotam um modelo de expectativas adaptativas). Sobre o assunto, cf. MODENESI, 2005. p. 140-145.

novo-clássicos, por essa razão, não existe diferença relevante entre as expectativas dos agentes reais e as previsões dos modelos da teoria econômica⁴⁵.

Nessa perspectiva, expectativas racionais de baixa inflação podem ser induzidas por governos e bancos centrais que adotam e mantêm, de público, o compromisso de perseguir a estabilidade monetária. A austeridade monetária e fiscal é importante, nesse contexto, não apenas porque enxuga a liquidez (ou seja, contrai a oferta de moeda), com o conseqüente desaquecimento da atividade econômica, mas também porque atesta a disposição governamental de manter baixos níveis de inflação, impedindo, dessa maneira, os aumentos de preços e as pressões por aumento de salários que seriam provocados pela simples antecipação de futuras desvalorizações da moeda⁴⁶.

Diversamente do monetarismo tipo I, que preceitua que a política monetária concentre-se sobre o controle da oferta de moeda, o monetarismo tipo II costuma recomendar, em particular aos países emergentes que adotam sistemas de flutuação cambial⁴⁷, a condução da política monetária segundo um regime dirigido à persecução de *metas de inflação* publicamente definidas, normalmente no âmbito de programas de ajuste estrutural patrocinados pelo Fundo Monetário Internacional⁴⁸. Assim se fez, por exemplo, no Brasil, com a adoção, desde meados de 1999, do regime monetário de metas para a inflação, segundo o qual o Conselho Monetário Nacional⁴⁹ fixa, com

⁴⁵ MODENESI, 2005. p. 141.

⁴⁶ INGHAM, 2005. p. 31-32.

⁴⁷ Como resultado da globalização de mercados financeiros, que impôs aos governos nacionais a necessidade de maior flexibilidade para a execução de políticas econômicas, a tendência mundial tem sido a adoção de regimes cambiais flutuantes. Sobre o assunto, cf. CARAMAZZA E AZIZ, 1998.

⁴⁸ Os programas do FMI são caracterizados por mecanismos de *condicionalidade*, que implicam a assunção de compromissos quanto à adoção de salvaguardas e critérios de performance numericamente identificados como condição para o acesso aos recursos do fundo. Para uma abordagem dos regimes de metas de inflação no contexto de programas de ajuste do FMI, cf. BLEJER, LEONE, RABANAL E SCHWARTZ, 2001.

⁴⁹ O Conselho Monetário Nacional é composto pelo Ministro da Fazenda, pelo Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Ministro Presidente do Banco Central do Brasil (art. 8º da Lei n.º 9.069, de 29 de junho de 1995).

antecedência de dezoito meses, as metas que, dentro de certos intervalos de tolerância, devem ser cumpridas pelo Banco Central do Brasil ao executar a política monetária⁵⁰.

Por acolherem o pressuposto de que o trabalho de gestão da moeda é eminentemente técnico, devendo ser reservado a burocratas competentes, as teses neoclássicas normalmente reivindicam *autonomia*⁵¹ aos bancos centrais para a boa condução da política monetária⁵². Justifica-se a autonomia mediante o apelo ao interesse em se *isolar* a autoridade monetária das pressões oriundas tanto da autoridade política quanto do sistema econômico. As pressões políticas corresponderiam ao estímulo à adoção de políticas monetárias expansionistas, em especial nos períodos de disputa eleitoral, com o propósito de angariar simpatia popular para o governo. As pressões econômicas, a seu turno, proviriam, em especial, do sistema financeiro, interessado em implementar políticas que trouxessem benefícios particulares a determinados agentes econômicos. Um banco

⁵⁰ O principal mecanismo para o cumprimento da meta de inflação é a fixação, pelo Banco Central do Brasil, de uma meta para a taxa básica de juros – a chamada taxa Selic, assim entendida a “taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia” (art. 2º, § 1º, da Circular BCB n.º 2.900, de 24 de junho de 1999). A sistemática de metas de inflação, no Brasil, é prevista pelo Decreto n.º 3.088, de 21 de junho de 1999. Uma abordagem econômica da aplicação do regime de metas de inflação no Brasil encontra-se em MODENESI, 2005. p. 348-400.

⁵¹ Costuma-se distinguir *independência* e *autonomia* do banco central. O banco central independente “é livre não só para escolher os meios de implantação da política monetária, mas também suas próprias metas. Formula e executa toda a política referente à moeda. É livre também para deliberar sobre assuntos de gestão interna sem a ingerência do Executivo, bem como sobre os demais temas, como a supervisão e o controle do sistema financeiro. (...) A independência do banco central, se integralmente implantada, significaria um poder do Estado ao largo dos outros três poderes constitucionais” (SADDI, 1997. p. 52-53). O banco central autônomo, a seu turno, “possui liberdade relativa, apenas para alguns aspectos” (*op. cit.* p. 55); caracteriza-se por cinco condições: “a limitação de objetivos e funções; especificidade e precisão de metas; base estatutária para a autonomia; garantias institucionais do Executivo; nomeação da diretoria do banco central [para mandatos com prazo fixo]” (*op. cit.* p. 56-57). O presente trabalho refere-se apenas à *autonomia*, regime acolhido pela vasta maioria das nações que concederam algum grau de liberdade aos seus bancos centrais; é evidente, no entanto, que a argumentação do texto aplica-se *a fortiori* à hipótese da independência.

⁵² O Banco Central do Brasil representa um caso curioso. Não pode ser reconhecido como um banco central autônomo porque lhe faltam, para empregar as condições enumeradas por Saddi na nota anterior, tanto a *base estatutária para a autonomia* quanto a *nomeação da diretoria do banco central* para mandatos legalmente fixados. No entanto, ele desfruta, *de facto*, de relativa autonomia, por força do Decreto n.º 3.088, de 1999, que estabelece o regime de metas de inflação e ampara a condução da política monetária sem ingerências diretas do Poder Executivo. Basta recordar, nesse sentido, a liberdade com que o Comitê de Política Monetária (Copom) fixa as metas para a taxa de juros. Castro e Carvalho, a propósito, destacam que o acolhimento das teses neoclássicas redundou, sob o *Plano Real*, em um *insulamento* das políticas monetária e cambial em relação à deliberação política (CASTRO E CARVALHO, 2003. p. 478-482).

central autônomo seria menos sujeito a tais influências e restaria livre para conduzir a política monetária em bases estritamente técnicas⁵³.

Os defensores do modelo da autonomia costumam frisar ciosamente que, não obstante a relativa liberdade de ação de que dispõem os bancos centrais, os objetivos da atuação da autoridade monetária devem ser fixados por autoridades políticas⁵⁴. Restaria às autoridades monetárias simplesmente concretizar os fins politicamente eleitos, num trabalho neutro de resolução de questões pragmáticas. Uma vez que a condução da política monetária, em tal concepção, não consiste em assunto político, mas em labor técnico isento de juízos de valor, desaparece o espaço para discussão pública a respeito da regulação do valor da moeda⁵⁵.

1.3. CRÍTICAS

Várias objeções podem ser levantadas contra os pressupostos teóricos acolhidos pelas análises monetárias ortodoxas. Proceder à crítica sistemática da visão neoclássica desbordaria, contudo, dos objetivos do presente texto; basta indicar, nesse ponto, algumas considerações concernentes, em especial, à compreensão ortodoxa da moeda e ao subjacente modelo de racionalidade.

A idéia do *homo oeconomicus*, para começar, ignora a inserção de agentes econômicos em contextos sócio-culturais e elege arbitrariamente a razão teleológica como parâmetro para toda conduta racional. Semelhante concepção é

⁵³ Sobre os objetivos subjacentes à concessão de independência ao banco central, no quadro teórico vigente, cf. BLINDER, 1999. p. 73-79 e SADDI, 1997. p. 59-63.

⁵⁴ “Nenhum país do mundo que criou um banco central autônomo permitiu ao próprio banco determinar seus objetivos. Qualquer definição de competências e funções deve ser precedida por especificações legais dos objetivos que deva perseguir. Assim, a atribuição das competências de um banco central é sempre uma tarefa de caráter político” (SADDI, 1997. p. 57). No mesmo sentido, BLINDER, 1999. p. 84.

⁵⁵ Demonstrativo dessa postura é o seguinte relato de Alan Blinder, que ocupou, entre 1994 e 1996, a posição de *vice chairman* do Federal Reserve Board (a diretoria do banco central estadunidense): “por exemplo, quando algumas pessoas sugeriram-me que o Fed deveria se contentar com 3% de inflação, respondi que a Lei do Federal Reserve exige ‘preços estáveis’, não uma ‘inflação razoavelmente baixa’. Se os cidadãos acham que isso é errado, deveriam mudar a lei” (BLINDER, 1999. p. 84).

inverossímil não apenas porque despreza a possibilidade empírica de determinação de condutas por impulsos não racionais, mas principalmente porque acolhe uma visão redutora da razão: a possibilidade de deliberação racional a respeito do que é bom ou justo desautoriza qualquer compreensão da razão que relegue à irracionalidade as decisões que não se resumam à adequação entre meios e fins ou à escolha entre alternativas segundo valores preexistentes⁵⁶.

Não é nada evidente, ademais, a assunção de que uma miríade de ações egoístas e desconexas de agentes econômicos possam conduzir espontaneamente, como que em decorrência de alguma lei sobrenatural, ao virtuoso equilíbrio em mercado que gera resultados socialmente desejáveis. Muito embora a moeda possibilite a coordenação de condutas de agentes econômicos, é preciso ter presente a circunstância de que o intercâmbio mercantil traz em si fatores eminentemente desagregadores, os quais, a exemplo do mecanismo do preço, atuam segundo a lógica da exclusão⁵⁷. A coordenação de condutas em mercado não é espontânea, mas depende, ao que tudo indica, da definição de padrões de conduta efetuada pela estrutura normativa do mercado. Nas sociedades contemporâneas, a disciplina normativa da moeda constitui um dos mais importantes mecanismos para possibilitar a coordenação de condutas de agentes econômicos auto-interessados no âmbito do sistema econômico.

⁵⁶ Isso não implica, naturalmente, impedimento à utilização da teoria da escolha racional para fornecer critérios que permitam avaliar a racionalidade de condutas instrumentais e estratégicas. A objeção é que, além da teoria da escolha racional constituir, aparentemente, modelo insuficiente para a compreensão da racionalidade, as pretensões *normativas* de semelhante teoria não podem ser transpostas de imediato, sem qualquer explicação adicional, para os modelos *descritivos* da sociedade. O *homo oeconomicus* pode ser empregado como parâmetro para a orientação teleológica, mas não se deve esperar encontrá-lo num mundo habitado por pessoas de carne e osso.

⁵⁷ Diz-se que o mecanismo do preço opera segundo a lógica da exclusão porque, por seu intermédio, a satisfação das necessidades desconecta-se dos contextos éticos e passa a ser regulada pelo poder aquisitivo dos distintos agentes econômicos. Assim, por exemplo, o mecanismo do preço pode impedir o acesso à água potável de pessoas cujas disponibilidades monetárias não sejam suficientes para pagar o preço correspondente, ainda que o fornecimento de água seja necessário sob o ponto de vista ético. Sobre o assunto, cf. o item 8.1 deste trabalho.

Quanto à tese da neutralidade, é preciso convir, fazendo coro a Nigel Dodd, que o dinheiro não pode seriamente ser considerado neutro a não ser no mundo experimental da lógica econômica⁵⁸. A possibilidade de emprego da moeda como meio para a satisfação das mais distintas necessidades e como instrumento para a conformação de condutas alheias implica profundas associações culturais e simbólicas que condicionam as interpretações das pessoas sobre suas próprias ações e sobre as ações de outros. O dinheiro é desejado não apenas porque constitui meio adequado para a troca de mercadorias, mas porque evoca liberdade, poder e segurança. A descrição da moeda como simples instrumento técnico ignora o fato de que ela depende, para existir, de contextos sociais que afetam o modo como ela é apreendida, de modo que as decisões monetárias não podem ser reduzidas a uma simples relação lógica entre a quantidade de moeda em circulação e o nível de preços⁵⁹.

Acresça-se que, a despeito da indubitável importância das expectativas dos agentes econômicos para o entendimento adequado da moeda, a teoria das *expectativas racionais* desafia reparos. Parece equivocado buscar a origem das expectativas exclusivamente no cálculo racional empreendido individualmente, com fundamento em informações amplamente disponíveis sobre as propensões da economia real. Por um lado, a distribuição de informações entre os agentes econômicos é assimétrica; por outro, os indivíduos reais não se comportam exatamente como prevêem os modelos econômicos. As redes monetárias, como esclarece Nigel Dodd, “dependem da confiança entre pessoas que talvez nunca tenham tido contato entre si, confiança que decorre de uma série de disposições racionais e nem tão racionais, da mistura complexa de expectativa calculista, sensação de segurança, hábito e até mesmo fé”⁶⁰. Os extremos em nossas percepções a

⁵⁸ DODD, 1997. p. 40.

⁵⁹ DODD, 1997. p. 50-51.

⁶⁰ DODD, 1997. p. 13.

respeito do dinheiro, provocados pelo aumento ou pela diminuição na confiança, ainda segundo Dodd, não devem ser tratados como falhas cognitivas ou como distorções na análise monetária; diversamente, “fazem parte da operação do dinheiro, são características altamente pertinentes das condições culturais que possibilitam a existência e a circulação do dinheiro”⁶¹.

A visão neoclássica carece ainda, ao que tudo indica, de uma abordagem do setor monetário da economia que lhe confira *status* teórico adequado. Os modelos centrados em processos produtivos que têm lugar na economia real são insuficientes para lidar com o crédito e com os fenômenos financeiros. Ao eleger a função de intermediação de trocas como marco fundamental para a caracterização da moeda, a teoria neoclássica deixa de captar a relevância da atividade bancária e financeira, restringindo a produção do dinheiro à oferta monetária estatal e subestimando a criação privada de moeda e de crédito.

Também a tese da autonomia dos bancos centrais desafia críticas⁶². Em primeiro lugar, não existe uma boa razão para supor que os instrumentos de política monetária devam ser apartados do funcionamento de todos os demais instrumentos de intervenção na economia. No mínimo, impõem-se mecanismos de coordenação com a política fiscal, tendo em vista a influência dos fluxos monetários do Estado sobre o valor da moeda. De mais a mais, nada demonstra que a estabilidade da moeda constitua interesse supremo, que deva ser afastado da deliberação política. A tese da autonomia do banco central isola a política monetária da consideração de valores não econômicos ou mesmo de

⁶¹ DODD, 1997. p. 13. A impressão é confirmada por Simmel, que salienta que “o crédito econômico contém um elemento dessa crença supra-teórica, assim como ocorre com a confiança em que a comunidade assegurará a validade das peças pelas quais nós trocamos os produtos de nosso trabalho, em uma troca por bens materiais. Isso é, em grande parte, (...) uma simples indução, mas contém um elemento adicional de fé sócio-psicológica, quase religiosa” (SIMMEL, 2004. p. 179. Tradução livre).

⁶² Uma abordagem crítica da proposta de concessão de autonomia ou independência ao banco central encontra-se em CROCCO E JAYME JR., 2003.

interesses econômicos distintos da estabilidade monetária, a exemplo da promoção do desenvolvimento.

Acresça-se que os defensores da autonomia adotam um postulado equivocado ao entenderem que é possível a condução da política monetária em termos estritamente técnicos, como se essa fosse a única fonte possível de credibilidade⁶³. Ainda que sejam fixados em lei, os objetivos do banco central são delineados, em regra, com grande elasticidade⁶⁴. Por mais que se tente restringir o espaço da discricionariedade das autoridades monetárias, resta-lhes, inevitavelmente, uma esfera bastante grande para interpretação e manobra: elas sopesam interesses coletivos, escolhem entre metas alternativas e efetuam juízos de valor.

Além disso, o *tecnicismo* das discussões monetárias encetadas no âmbito dos bancos centrais contribui para alimentar a percepção de que a política monetária consiste em assunto inacessível ao comum da cidadania, que mal consegue ser manipulado pela restrita comunidade epistêmica de economistas. Tais características, somadas à convicção neoclássica de que existe um único tratamento científico adequado para concretizar o fim (exclusivo) da estabilidade, transformam a autonomia do banco central em uma fortaleza afastada da deliberação política, com prejuízos manifestos para a

⁶³ Esse aspecto é frisado por Crocco e Jayme Jr.: “Inicialmente é necessário reconhecer que o conceito de política econômica de credibilidade incorre em um problema de circularidade. Uma política para ter credibilidade deve atingir seus objetivos. No entanto, segundo os adeptos do Banco Central Independente, para atingir seus objetivos a autoridade monetária deve possuir credibilidade. Ou seja, credibilidade é condição e resultado de uma política monetária. Em sociedades dominadas por uma concepção de política econômica (qualquer que seja ela), esta circularidade impõe um caráter extremamente antidemocrático à condução da economia. A necessidade de se implementar políticas confiáveis para a obtenção dos resultados desejados faz com que políticas alternativas à dominante sejam excluídas a priori. A possibilidade de se testar outras políticas é descartada por definição” (CROCCO E JAYME JR., 2003. p. 13).

⁶⁴ Exemplos são encontrados na fixação dos objetivos da política do Conselho Monetário Nacional pela Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964: o art. 2º diz que a política deve objetivar “o progresso econômico e social do País”; o art. 3º fala em “adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento” (inc. I), “regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais” (inc. II), “regular o valor externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos do país, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira” (inc. III).

promoção de valores e interesses distintos da mera manutenção do poder de compra da moeda.

Pode-se sustentar, com base nas considerações expostas neste item, que, em contraste com o que prega a teoria neoclássica, o funcionamento da moeda depende de relações sociais que são, frequentemente, relações de desigualdade e de poder. Diante dessa percepção, a tese da neutralidade política do dinheiro não se sustenta. Por outro lado, torna-se crível que o complexo institucional no qual se processam as relações entre agentes superavitários e deficitários favorece a reprodução de desigualdades na distribuição de riqueza⁶⁵.

A explicação do dinheiro como representação neutra de valores de produtos é, nesse contexto, uma poderosa ferramenta ideológica⁶⁶ que permite caracterizar as relações econômicas como *universais*. Semelhante postura, típica das abordagens econômicas neoclássicas, é patente no dogma da neutralidade da moeda e na condução de políticas monetárias que implicitamente negam a existência de desigualdades e de interesses contrapostos relacionados ao processo de criação da moeda. Demonstrações da referida “universalização ideológica” encontram-se, por exemplo, no tratamento da inflação como um custo suportado igualmente por todos os membros da sociedade e na

⁶⁵ Sobre o assunto, cf. SAMPAIO, 1999. p. 44-57. Sampaio fala da existência de uma “assimetria estruturada”, que é, “em grande medida, um construto jurídico decorrente da definição de estruturas institucionais de uma determinada organização da liberdade ou da coerção consagrada à manutenção de hierarquias pela concentração da segurança – na hipótese, da segurança econômica” (*op. cit.* p. 47).

⁶⁶ INGHAM, 2005. p. 36-37. Nas palavras de DeMartino: “Críticos alegam que, em seu esforço para formular uma descrição atemporal, universal e objetiva de como a economia deve ser estruturada, os proponentes do neoliberalismo engendraram a mais poderosa *ideologia* econômica em vários séculos. Nessa descrição, o sucesso da teoria neoclássica provém não dos princípios científicos professados, ou de sua objetividade ou verossimilhança. Ele resulta, distintamente, da atratividade da visão de ciência a que a teoria aspira e do poder dos interesses mais bem atendidos pelo tipo de sistema econômico que celebra. (...) Além do mais, nesse caso, qualquer pretensão de que o neoliberalismo global representa a culminação da história econômica (...) pode constituir um aparato retórico que suprime teorias e visões alternativas de como as sociedades devem melhor organizar suas instituições econômicas” (DEMARTINO, 2000. p. 18-19. Tradução livre. Grifo no original).

assunção de que existem taxas naturais de inflação e de desemprego que permitiriam à economia funcionar com a maior eficiência possível⁶⁷.

1.4. CONSEQUÊNCIAS POLÍTICAS

As considerações críticas acima conduzem a ponto de grande interesse para a argumentação desenvolvida no presente trabalho. Se, como sustentam as escolas ortodoxas, a moeda é neutra e a eficiência econômica é o fim supremo, a regulação monetária pode ser justificada nos termos de uma racionalidade referente a fins, em sentido weberiano⁶⁸. Sua correção adviria do simples fato de ser conduzida por um corpo de burocratas tecnicamente capacitados, dispensando-se a submissão a procedimentos democráticos e descartando-se, como desprovidas de sentido, quaisquer contestações ao complexo institucional existente. O *homo oeconomicus*, nesse contexto, atua como modelo da racionalidade eleita pelos economistas, os quais assumem a função de árbitros intelectuais do bem comum⁶⁹.

A teoria econômica neoclássica, dessa maneira, elimina o espaço para a consideração de interesses contrapostos e de valores divergentes, limitando a regulação da moeda à busca de soluções técnicas para problemas comuns, cujos impactos são tidos como universais. Não existe, contudo, uma fórmula exclusiva que se aplique à gestão monetária em qualquer contexto social e histórico. Cada sociedade precisa desenvolver a moldura normativa que melhor atenda às necessidades do desenvolvimento autônomo das

⁶⁷ INGHAM, 2005. p. 149.

⁶⁸ A ação racional referente a fins concentra-se na adequação entre meios e fins e na escolha entre alternativas em vista de valores pré-definidos. A ação, nesse sentido, é determinada “por expectativas quanto ao comportamento de objetos do mundo exterior e de outras pessoas, utilizando essas expectativas como ‘condições’ ou ‘meios’ para alcançar fins próprios, ponderados e perseguidos racionalmente, com sucesso. (...) Age de maneira racional referente a fins quem orienta sua ação pelos fins, meios e conseqüências secundárias, ponderando racionalmente tanto os meios em relação às conseqüências secundárias, assim como os diferentes fins possíveis entre si (...)” (WEBER, 2000. p. 15-16).

⁶⁹ INGHAM, 2005. 149-150; p. 223, nota 17.

diversas formas de vida nela representadas⁷⁰. É importante, por conseguinte, desmistificar a visão segundo a qual a regulação monetária deve se reduzir à mera atividade de controle formal de variáveis monetárias, de maneira que a condição única de sua legitimidade seja a adequação técnica. Por essa via, abre-se espaço para a consideração de teorias e modelos alternativos.

Feita essa breve apreciação dos pressupostos da teoria econômica neoclássica, cumpre expor sucintamente o instrumental teórico desenvolvido pela ciência econômica a respeito da oferta de moeda e da regulação monetária estatal, de modo a compreender os termos gerais em que se processam os debates monetários contemporâneos. A essa tarefa dedicam-se os itens seguintes.

2. MOEDA E AGREGADOS MONETÁRIOS

A ciência econômica costuma atribuir à moeda diversas funções que, para os fins do presente trabalho, podem ser agrupadas em três: a função de *meio de troca*, a de *unidade de conta* e a de *reserva de valor*⁷¹. A característica essencial da moeda, segundo a teoria econômica, reside no desempenho da função de meio de troca: constituem moeda os bens utilizados para intermediar as trocas de bens e serviços na economia real⁷². As demais funções (unidade de conta e reserva de valor) constituem, nessa abordagem, meras decorrências da função fundamental de meio de troca.

⁷⁰ A idéia de que não existe fórmula universal para a condução da política econômica, em oposição ao que sustenta o paradigma neoclássico, é defendida por Dani Rodrik, que propugna que a política econômica deve atender às peculiaridades de cada contexto social e geopolítico. “O ponto importante”, afirma Rodrik, “é que resultados institucionais efetivos não conduzem a arranjos institucionais únicos. E, uma vez que não há esquema único que conduza da função à forma, é inútil procurar por regularidades empíricas não contingentes que conectem regras legais específicas a resultados econômicos. O que funciona dependerá de restrições e oportunidades locais. O que melhor podemos fazer, na condição de analistas, é indicar correlações contingentes – prescrições institucionais que são contingentes em função das características prevalentes da economia local. No momento, nós estamos muito distantes da capacidade de fazê-lo senão em poucas áreas institucionais” (RODRIK, 2004. p. 9. Tradução livre).

⁷¹ A respeito de tais conceitos, cf. LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 19-22; MISHKIN, 2000. p. 32-33; MAYER, DUESENBERY E ALIBER, p. 6-10; MANKIW, 2005. p. 452-453.

⁷² Lopes e Rossetti sustentam, sobre o assunto, que “a função essencial da moeda, geralmente caracterizada como a razão principal de seu aparecimento, é a de servir como *intermediária de trocas*” (LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 19).

A função de *meio de troca*⁷³ costuma ser explicada, pela teoria econômica, no contexto da superação da economia de escambo e da conseqüente passagem à economia monetária. Os negócios que têm lugar em uma economia pré-monetária apresentam elevados custos de transação, que resultam da exigência, característica da permuta, de *coincidência mútua e complementar de necessidades*⁷⁴. Tais custos dizem respeito, em especial, à obtenção de informações sobre a localização e a confiabilidade da contraparte na permuta.

A adoção da moeda como intermediária de trocas, na visão da teoria econômica, possibilita o fracionamento das permutas em negócios distintos – compras e vendas – e elimina os entraves à eficiência econômica existentes na economia pré-monetária, com o conseqüente aprofundamento da especialização e da divisão do trabalho⁷⁵. Embora o ponto não seja comumente indicado pela economia, vale assinalar que o acréscimo em racionalidade técnica e em eficiência decorrente do uso da moeda, em relação ao escambo, resulta, no fim das contas, do fato de que a moeda substitui todas as informações necessárias à permuta por *informação sobre si mesma*: tudo o que o vendedor de uma mercadoria ou o prestador de um serviço precisa conhecer, numa transação monetária, é a informação de que a moeda recebida será aceita, no futuro, por outros agentes econômicos⁷⁶.

A intermediação de trocas, no entanto, não é uma função exclusiva da moeda. Meios não monetários podem muito bem ser utilizados como instrumentos para o intercâmbio de mercadorias; um exemplo conhecido é o do emprego de cigarros para

⁷³ Mayer *et alii* ensinam, a propósito, que “a função da moeda como meio de troca é óbvia. Trocamos bens e serviços por moeda, e depois trocamos essa moeda pelos bens e serviços que desejamos adquirir” (MAYER, DUESENBERY E ALIBER, 1993. p. 6).

⁷⁴ A expressão é empregada por Mayer *et alii*, que assim a descrevem: “para efetuar o escambo precisamos encontrar alguém que queira obter os bens e serviços que temos a oferecer e, ao mesmo tempo, possa fornecer os bens e serviços que queremos em troca” (MAYER, DUESENBERY E ALIBER, 1993. p. 6).

⁷⁵ MISHKIN, 2000. p. 32; LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 19-20.

⁷⁶ DODD, 1997. p. 27. Sobre o assunto, cf. o item 10 desta dissertação.

realizar trocas de bens em prisões⁷⁷. Vários bens reunidos nos agregados monetários, por outro lado, simplesmente não servem para a intermediação; precisam ser previamente convertidos em meios idôneos para o pagamento⁷⁸.

Para atuarem como moeda, os meios de troca devem necessariamente ser referenciados a uma unidade de conta, ou seja, um símbolo abstrato de valor econômico. A função monetária de *unidade de conta* torna factível a padronização dos preços dos bens econômicos segundo um denominador comum.

Também a exposição da função monetária de unidade de conta costuma ser feita pela teoria econômica mediante contraposição entre economias pré-monetárias e monetárias. As trocas em uma economia de escambo são possíveis apenas caso se estabeleçam correlações entre os valores de todas as mercadorias. Naturalmente, a necessidade de expressão do valor econômico de uma mercadoria em unidades de cada uma das outras que por ela possam ser permutadas acarreta vários reflexos negativos sobre a eficiência econômica, como elevação dos custos de transação, distorções na apreensão do valor de mercado dos bens e inviabilidade de registros contábeis. Tais empecos são eliminados com a transição para a economia monetária e a conseqüente adoção de uma unidade de conta, a qual possibilita a existência de um critério comum para a expressão do valor econômico, ampliando destarte a racionalidade técnica e a eficiência econômica⁷⁹.

Por fim, a função de *reserva de valor* consiste na idoneidade da moeda para armazenar o valor monetário presente para emprego no futuro⁸⁰. A exemplo do que ocorre a respeito das demais funções monetárias, a teoria econômica salienta a ampliação

⁷⁷ O exemplo é indicado por INGHAM, 2005. p. 24.

⁷⁸ DODD, 1997. p. 21-22.

⁷⁹ LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 20-22.

⁸⁰ “A moeda também funciona como uma *reserva de valor*; ela é um repositório de poder de compra sobre o tempo. Uma reserva de valor é usada para poupar o poder de compra da hora em que a renda é recebida até o momento em que é gasta” (MISHKIN, 2000. p. 33. Grifo no original).

da eficiência nas economias monetárias como resultado da função de reserva de valor, na medida em que ela permite a separação espacial e temporal entre a aquisição de riqueza e o consumo, com o que se tornam possíveis a poupança e o investimento⁸¹. O entesouramento de moeda, ademais, abre caminho para a especulação sobre o valor da moeda, tendo em vista as expectativas quanto às relações futuras entre o valor da moeda e o de outros ativos.

Tal qual a intermediação de trocas, a função monetária de reserva de valor não é exclusiva da moeda. Diversos ativos financeiros e não financeiros prestam-se para armazenar valor econômico, alguns com maior eficiência do que a moeda no sentido estrito. Afinal, a moeda sujeita-se à inflação, ao passo que há ativos que pagam determinada remuneração pelo decurso do tempo. A preferência pela *moeda manual*⁸² (chamada, por Keynes, de *preferência pela liquidez*⁸³) justifica-se em vista de sua absoluta *liquidez*⁸⁴: a incerteza quanto ao futuro pode reduzir a procura por ativos financeiros e concentrar a demanda na moeda manual.

As intervenções monetárias estatais atuam, em especial, sobre a oferta de moeda na economia, aferida na forma de indicadores chamados de agregados monetários. Os *agregados monetários* compreendem diferentes definições técnicas do conjunto de *meios de pagamento* na economia, assim entendidos os ativos aceitos na intermediação de trocas e idôneos para a liquidação das correspondentes obrigações⁸⁵. Tais indicadores apresentam particular relevância para a compreensão da oferta de moeda no vigente contexto teórico, caracterizado pela predominância das abordagens monetárias ortodoxas.

⁸¹ MISHKIN, 2000. p. 33.

⁸² Para o conceito de moeda manual, cf. a introdução deste trabalho.

⁸³ KEYNES, 1992. p. 137-138.

⁸⁴ Chama-se *liquidez* a relativa facilidade e rapidez com que um ativo pode ser convertido em um meio de pagamento (MISHKIN, 2000. p. 33). “A liquidez de um ativo depende (1) da facilidade com que ele pode ser comprado ou vendido, (2) dos custos transacionais de comprá-lo ou vendê-lo e (3) do grau de estabilidade e previsibilidade do seu preço. A moeda restrita (...) tem liquidez perfeita” (MAYER, DUESENBERY e ALIBER, 1993. p. 15).

⁸⁵ Sobre o assunto, cf. LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 127-134.

A construção dos agregados monetários pressupõe o reconhecimento de que os bens econômicos podem atuar com maior ou menor facilidade na intermediação de trocas e, por conseguinte, apresentam diferentes graus de liquidez⁸⁶.

A quantidade de dinheiro injetado na economia pelo banco central desempenha um importante papel na condução da política monetária. Chama-se *base monetária* o passivo monetário do banco central⁸⁷, que corresponde à soma do dinheiro emitido⁸⁸ e das disponibilidades (recolhimentos compulsórios e depósitos voluntários) mantidas pelas instituições bancárias no banco central⁸⁹. A base monetária é composta por *moeda de alto poder de expansão (high-powered money)*, assim denominada porque nela se apóia a expansão dos meios de pagamento por intermédio da ação de um mecanismo multiplicador. As teorias econômicas ortodoxas reconhecem a existência de uma relação mais ou menos estável entre a base monetária e os meios de pagamento, de maneira que o controle da base pode influenciar a oferta de moeda⁹⁰.

A oferta de moeda (entendida, em sentido amplo, como o conjunto de meios de pagamento na economia) não se restringe à moeda manual. A intermediação das trocas nas sociedades contemporâneas é efetuada também com outros meios de pagamento. Basta mencionar, como exemplo, a emissão de cheques sobre depósitos à vista mantidos em bancos. A aferição da oferta de moeda não se limita, por conseguinte, à quantidade de

⁸⁶ Keynes esclarece, a propósito, que o *prêmio de liquidez* de um determinado bem econômico corresponde ao valor que as pessoas estão dispostas a pagar pela conveniência ou segurança potenciais proporcionadas pelo poder de dispor do bem, excluindo o rendimento e os custos de manutenção que lhe são próprios. O dinheiro caracteriza-se, segundo Keynes, por apresentar rendimento nulo, custos de manutenção insignificantes e prêmio de liquidez substancial. Cf. KEYNES, 1992. p. 177-178.

⁸⁷ “A base monetária reflete o resultado líquido de todas as operações ativas e passivas realizadas pelo Banco Central do Brasil. (...) Afetam a base monetária principalmente as movimentações na conta do Tesouro Nacional, as operações com títulos públicos federais, as operações do setor externo, a assistência financeira de liquidez, além dos depósitos das instituições financeiras e de fundos de investimento” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001a. p. 82).

⁸⁸ Dinheiro em poder do público ou mantido no caixa de instituições bancárias.

⁸⁹ As disponibilidades dos bancos são mantidas no Banco Central do Brasil em contas denominadas *reservas bancárias*, cuja regulamentação encontra-se na Circular BCB n.º 3.101, de 28 de março de 2002.

⁹⁰ BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001a. p. 82.

dinheiro *exogenamente* injetada na economia pelo banco central; precisa também compreender, ao menos, os meios de pagamento *endogenamente* criados pelas instituições bancárias⁹¹. Isso ocorre porque tais instituições são capazes de produzir meios de pagamento mediante um mecanismo conhecido como *multiplicador dos meios de pagamento* ou *multiplicador bancário*⁹².

As instituições bancárias recebem depósitos à vista do público, o que significa que têm a obrigação de, mediante solicitação dos clientes, devolver de imediato os correspondentes recursos. Em razão da grande improbabilidade de que todos os clientes demandem seus depósitos ao mesmo tempo (ressalvadas as situações de crise), limitam-se os bancos a manter *reservas fracionárias* suficientes para atender às solicitações ordinárias de resgate, utilizando os recursos excedentes na prática de operações ativas, ou seja, na concessão de empréstimos e financiamentos ao público. Reside aí o fundamento para a multiplicação dos meios de pagamento, ou seja, para a criação *endógena* de moeda.

A criação de moeda por ação do multiplicador inicia-se com a realização de depósitos à vista do público em instituições financeiras: a moeda de alto poder de expansão injetada na economia pelo banco central tende a se transformar em depósitos em instituições bancárias, por razões de segurança e de eficiência no manejo dos recursos. Os bancos retêm em caixa ou em contas mantidas no banco central reservas fracionárias sobre os depósitos recebidos, por prudência ou por respeito à regulamentação editada pela autoridade monetária⁹³. As quantias excedentes da parcela retida podem, então, ser convertidas em empréstimos concedidos pelos bancos ao público. Ocorre que, após a

⁹¹ Chamam-se *instituições bancárias* as instituições financeiras que, por serem autorizadas a captar depósitos à vista do público, são capazes de criar moeda. No Brasil, são exemplos de instituições bancárias os bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira comercial e as caixas econômicas.

⁹² Sobre o multiplicador, cf. MISHKIN, 2000. p. 261-265.

⁹³ A manutenção de reservas pode ser imposta pela autoridade monetária sob a forma de *recolhimento compulsório*, um dos instrumentos clássicos de política monetária. Cf., a respeito do assunto, o item 3.1 desta dissertação.

concessão de empréstimos com base nos cabedais arrecadados em depósitos à vista, as quantias correspondentes passam a pertencer aos mutuários sem que os depositantes percam o direito de sacar seus fundos a qualquer momento, multiplicando-se, dessa maneira, os meios de pagamento. O mecanismo repete-se, pois os valores emprestados tendem a se transformar em novos depósitos, os quais, ressalvada a reserva fracionária, podem dar origem a novos empréstimos. Quanto menores as reservas mantidas pelos bancos, maior o potencial efeito multiplicador. A moeda criada mediante a operação do multiplicador bancário, de caráter incorpóreo, costuma ser designada como *moeda escritural*.

O agregado monetário que abrange o dinheiro em poder do público e os depósitos à vista em instituições bancárias corresponde a um conceito restrito de meios de pagamento, chamado de M1. Propósitos regulatórios diversos, contudo, podem recomendar a adoção de conceitos mais amplos, gerando agregados que compreendem também outros tipos de bens, de menor liquidez. A idéia de liquidez é fundamental, na teoria econômica, para a caracterização dos meios de pagamento. Alguns ativos de liquidez inferior ao dinheiro e aos depósitos à vista, chamados de *quase-moeda*⁹⁴, são utilizados na composição de determinados agregados monetários, cujo espectro de abrangência é mais amplo do que o de M1. Existem, por conseguinte, conceitos de agregados monetários mais restritos ou mais amplos, conforme as necessidades da regulação monetária. O Banco Central do Brasil adota, atualmente, os seguintes conceitos de meios de pagamento⁹⁵:

⁹⁴ MAYER, DUESENBERY E ALIBER, 1993. p. 14 a 16.

⁹⁵ BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001b. p. 8-9.

Meios de pagamento restritos	M1 = papel-moeda em poder do público + depósitos à vista
Meios de pagamento ampliados	M2 = M1 + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias
	M3 = M2 + quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas registradas no Selic ⁹⁶
Poupança financeira	M4 = M3 + títulos públicos de alta liquidez

Quadro 1: conceitos de meios de pagamento acolhidos pelo Banco Central do Brasil.

3. POLÍTICA MONETÁRIA

São incontáveis as atividades estatais dirigidas à intervenção na ordem econômica e ao planejamento da economia nacional⁹⁷. O Estado, nas sociedades contemporâneas, traça determinados objetivos ou metas para o desempenho da economia, cuja persecução é efetuada pela *política econômica*, assim chamado, segundo Castro, o “conjunto de medidas não econômicas (e sim essencialmente ‘políticas’) adotadas como critérios determinados pelo Estado para o balizamento das possibilidades efetivas de trocas (o que inclui produção / investimento, consumo / poupança)”⁹⁸.

A política econômica emprega determinados instrumentos que atuam sobre o sistema econômico para a implementação de objetivos politicamente definidos. Fábio Nusdeo divide-os em cinco categorias: *instrumentos de finanças públicas, instrumentos monetários e creditícios, instrumentos cambiais, instrumentos de controle*

⁹⁶ O Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) é um sistema informatizado que se destina à custódia de títulos escriturais de emissão do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil, bem como ao registro e à liquidação de operações com os referidos títulos. Nele ocorrem as intervenções em mercado aberto. O regulamento do Selic encontra-se na Circular BCB n.º 3.316, de 9 de março de 2006.

⁹⁷ “O conceito de planificação a nível macro-económico traduz a ideia de orientação propositada, global e sistemática dos fenómenos económicos por parte de uma autoridade pública. (...) Aparece-nos, assim, um tríptico conteúdo caracterizador de qualquer Plano: a *formulação de previsões* a partir de um *diagnóstico da situação* presente; a *fixação de objectivos* a atingir; a *escolha e ordenação dos meios* para a prossecução desses objectivos” (VAZ, 1994. p. 325). Ainda sobre o planejamento, cf. SOUZA, 1999. p. 377ss. A respeito do papel do direito na formulação e execução de planos econômicos, com base na experiência francesa, cf. VENANCIO FILHO, 1998. p. 377-380.

⁹⁸ CASTRO, 2002. p. 193.

direto e adaptação institucional. Os três primeiros empregam, respectivamente, estímulos ou punições de cunho *fiscal, monetário e cambial* para influenciar indutivamente o comportamento dos agentes do mercado. Os instrumentos de controle direto, a seu turno, destinam-se a fixar diretamente determinadas variáveis (controle de preços e salários, racionamento, fixação do câmbio etc.). A adaptação institucional, por fim, consiste na edição de legislação e na criação de órgãos e instituições que fornecem a base legal destinada a legitimar a utilização dos demais instrumentos e a definir os direitos associados ao exercício das atividades reguladas⁹⁹.

Marcus Faro de Castro elaborou, como parte de sua contribuição para o desenvolvimento de um *novo direito econômico (pós-neoclássico)*, o quadro institucional básico para o estudo das atividades estatais que influenciam os interesses dos agentes econômicos¹⁰⁰. O instrumental teórico elaborado por Castro pode ser utilizado para auxiliar a compreensão dos instrumentos monetários estatais sob o ponto de vista da ciência econômica, sem prejuízo de seu posterior emprego para subsidiar a formulação de uma proposta para o estudo da gestão estatal da moeda sob o ponto de vista jurídico¹⁰¹.

Castro distingue as atividades estatais que influenciam os interesses dos agentes econômicos em atividades de intervenção normativa *direta* e de intervenção *indireta*. Diz-se *direta*, segundo Castro, a intervenção de caráter *coercitivo*¹⁰² que compreende (i) as atividades correspondentes aos serviços públicos, utilidades públicas, empresas do setor público e atividades estruturadas por meio de contratos administrativos e (ii) as regulamentações da atividade privada, consistindo em licenciamentos, vedações e inclusão de cláusulas de interesse público em contratos privados. *Indireta* é, por sua vez, a

⁹⁹ NUSDEO, 1997. p. 223-225.

¹⁰⁰ CASTRO, 2005. item 4.

¹⁰¹ Tratará do assunto o capítulo 4 desta dissertação.

¹⁰² Castro chama de *coercitivas* as instituições que pressupõem a possibilidade, em determinadas condições, de apelo ao poder de comando do Estado para a aplicação de sanções coercitivas. Cf. CASTRO, 2005. item 4.2.

intervenção estatal que ocorre mediante o controle de fluxos monetários, seja em caráter *coercitivo* (sistema tributário), seja em caráter *fiduciário*¹⁰³ (mercado aberto e mercado financeiro internacional).

Castro salienta uma importante distinção entre os dois tipos de intervenção estatal, do ponto de vista de sua operacionalização pela dogmática jurídica. Os mecanismos de feição *coercitiva* (intervenção direta e sistema tributário), segundo Castro, são mais facilmente abordados mediante referências discursivas a obrigações, direitos e deveres, o que os torna mais acessíveis aos operadores do direito, em especial os de orientação positivista. Quanto à intervenção *fiduciária*, a sua análise com o emprego de semelhança instrumental teórico é sobremaneira complicada, de modo que seu manuseio por operadores do direito é mais difícil¹⁰⁴.

A *política monetária* integra as práticas de intervenção estatal *sobre* o domínio econômico, que abrange instrumentos que atuam notadamente *por indução* da atividade dos particulares e, eventualmente, *por direção*¹⁰⁵. Ela opera mediante instrumentos monetários e creditícios especificamente destinados a atuar sobre a liquidez do sistema econômico, em regra de maneira fiduciária. A política monetária pode ser definida, nas palavras de Lopes e Rossetti, como “o controle da oferta de moeda e das

¹⁰³ Para os fins desta dissertação, dizem-se *fiduciárias* as atividades estatais que utilizam estímulos econômicos para conformar indutivamente as condutas dos agentes de mercado. Castro expõe o seguinte a respeito das políticas fiduciárias: “Talvez valha a pena anotar que, para a consolidação da capacidade de modelagem dos interesses econômicos pelo Estado através de políticas *fiduciárias* (pouco sujeitas ao crivo da análise jurídica e da elaboração jurisprudencial), foi crucial o que os historiadores chamaram de ‘Revolução Financeira’, ocorrida na Inglaterra, no século XVIII. Esta revolução impulsionou a primeira experiência de estruturação das finanças públicas de modo a associar o crédito privado à administração da dívida estatal. A ‘Revolução Financeira’, na Inglaterra, correspondeu à criação do mercado de títulos da Coroa inglesa. A partir daí, a rentabilidade de toda propriedade passou a estar comparada à taxa de juros do Banco da Inglaterra, diante da possibilidade de investimento em títulos da dívida da Coroa. Isto criou um mecanismo poderoso, capaz de ligar – não discursivamente, mas monetariamente – a administração do crédito privado a decisões coercitivas do Estado em outros campos, especialmente no da tributação, mas abrangendo, também, ao longo do tempo, as atividades do setor público e as medidas referentes a licenciamentos, vedações e à inclusão de cláusulas de interesse público em contratos privados. E este mecanismo acabou se articulando com a gestão privada da moeda no âmbito internacional, sob o arranjo informal do Padrão Ouro Internacional” (CASTRO, 2005. item 4.2. Grifo no original).

¹⁰⁴ CASTRO, 2005. item 4.2.

¹⁰⁵ Para a distinção entre intervenção por direção e por indução, cf. GRAU, 1997. p. 156.

taxas de juros, no sentido de que sejam atingidos os objetivos da política econômica global do governo”¹⁰⁶.

A efetividade da política monetária, nas abordagens econômicas ortodoxas, repousa na crença no caráter *exógeno* da moeda, vale dizer, na confiança dos agentes econômicos em que as autoridades monetárias são capazes de controlar a oferta de moeda. A aplicação dos instrumentos de política monetária parte da suposição básica de que o nível de preços e a taxa de juros são exclusiva ou predominantemente determinados pela correlação existente entre a quantidade de moeda em circulação e as necessidades da produção e do intercâmbio de mercadorias e de serviços na economia real. Admitido o caráter exógeno da moeda, segue-se que os bancos centrais, por meio de alterações na oferta de moeda provocadas pelo uso tecnicamente adequado dos instrumentos de política monetária, podem induzir modificações no nível de preços e nas taxas de juros que, por sua vez, permitem criar condições ótimas para o crédito e para o funcionamento eficiente da economia real.

O controle *imediato* que as autoridades monetárias exercem sobre a base monetária (ou seja, o passivo monetário do banco central) é crucial para a execução da política monetária. Isso ocorre porque mudanças nas dimensões da base monetária podem influenciar a oferta de moeda na economia. A teoria quantitativa da moeda¹⁰⁷ sustenta a existência de uma relação suficientemente estável entre a base monetária e os meios de pagamento, que pode ser descrita da seguinte maneira¹⁰⁸:

$$\Delta M = k\Delta B$$

¹⁰⁶ LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 253.

¹⁰⁷ Sobre a teoria quantitativa da moeda, cf. o item 1.2 desta dissertação.

¹⁰⁸ A fórmula e respectivos esclarecimentos encontram-se em LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 255-257.

Ou seja: variações na quantidade de moeda (ΔM) dependem das alterações na base monetária (ΔB) – que são determinadas pelo banco central – e do multiplicador dos meios de pagamento (k). O multiplicador k , a seu turno, engloba essencialmente a taxa de reservas mantidas pelos bancos comerciais no banco central (que podem ser controladas mediante os instrumentos de política monetária¹⁰⁹) e a proporção dos meios de pagamento que o público deseja manter nos bancos, sob a forma de *moeda escritural*¹¹⁰ (que escapa ao controle do banco central).

O presente tópico destina-se a uma breve apresentação dos chamados instrumentos *clássicos* de política monetária, reservando-se para o tópico seguinte algumas considerações a respeito da política cambial, que também integra a regulação estatal do valor da moeda¹¹¹. Além dos instrumentos de política monetária e cambial, os manuais de economia costumam alinhar uma série de *objetivos* para a regulação da moeda. Mayer *et alii*, por exemplo, indicam a busca de alto nível de emprego, a estabilidade de preços, a taxa de câmbio adequada e o crescimento econômico¹¹². Não obstante a relevância de tais análises, não se dedicará maior atenção, neste relato, aos objetivos da política monetária, pois sua escolha depende de decisões políticas que variam segundo os diferentes contextos sociais e históricos.

¹⁰⁹ O banco central pode controlar as reservas *coercitivamente*, mediante o estabelecimento de exigências de reservas, ou *fiduciariamente*, ao manipular as condições da assistência financeira de liquidez ou por intermédio de operações em mercado aberto. Semelhantes instrumentos serão esclarecidos adiante.

¹¹⁰ Chama-se *moeda escritural* a moeda criada endogenamente pelas instituições financeiras mediante o emprego do multiplicador bancário. Sobre o assunto, cf. o item 2 desta dissertação.

¹¹¹ Também a política *fiscal* pode afetar o valor da moeda, tendo em vista a influência que o endividamento público e os fluxos financeiros do Estado exercem sobre a moeda. E, reversamente, as políticas *monetária* e *cambial* podem interferir em variáveis importantes para a gestão fiscal, como a taxa de juros e a taxa de câmbio. A política fiscal, contudo, dirige-se ordinariamente à gestão da receita, da dívida e dos recursos públicos, e não à persecução de fins de cunho monetário, como as políticas monetária e cambial. Por essa razão, o presente trabalho exclui a política fiscal do conjunto de atividades estatais teleologicamente direcionadas à regulação do valor da moeda. Com isso não se descarta, naturalmente, a necessidade de mecanismos de coordenação entre tais segmentos da política econômica.

¹¹² MAYER, DUESENBERY E ALIBER, 1993. p. 441-445.

3.1. FIXAÇÃO DE EXIGÊNCIAS DE RESERVAS

O volume de moeda criado pelas instituições bancárias é função do *multiplicador dos meios de pagamento*, cuja magnitude depende das reservas compulsórias e voluntárias mantidas pelas instituições bancárias no banco central: o potencial de criação de moeda pelo sistema financeiro é inversamente proporcional ao volume de reservas fracionárias depositadas na autoridade monetária. Os bancos centrais determinam às instituições bancárias, em regra¹¹³, que mantenham reservas mínimas sobre os depósitos que recebem de seus clientes. Adotando-se os critérios de Castro, expostos acima, a fixação de exigências de reservas pelo banco central pode ser classificada como medida de intervenção estatal *indireta* de cunho *coercitivo*¹¹⁴, cujo descumprimento acarreta sanções pecuniárias à instituição financeira¹¹⁵.

Tais reservas obrigatórias, conhecidas como *depósitos* (ou *recolhimentos*) *compulsórios*, exercem vigoroso efeito sobre o multiplicador dos meios de pagamento. Quando o banco central aumenta as exigências de recolhimentos, reduz-se a proporção dos recursos que podem ser utilizados em empréstimos, contraindo-se, em conseqüência, a oferta monetária. Inversamente, a redução nas exigências de reservas deixa mais recursos livres para utilização em operações ativas, possibilitando a criação de moeda pelas instituições bancárias e a conseqüente expansão dos meios de pagamento.

¹¹³ Mishkin esclarece que as exigências de reservas compulsórias foram abolidas em alguns países (de que são exemplos a Suíça, a Nova Zelândia e a Austrália), de modo que os respectivos bancos centrais mantêm sob custódia unicamente as reservas voluntárias dos bancos. Cf. MISHKIN, 2000. p. 283.

¹¹⁴ É interessante observar que, muito embora a estrutura das exigências de reservas apresente o caráter formal de obrigação-e-sanção que conduz à sua inclusão entre os instrumentos de caráter coercitivo, seus resultados macroeconômicos correspondem a alterações dos fluxos monetários que não se deixam analisar adequadamente com o emprego do instrumental desenvolvido pelo positivismo jurídico.

¹¹⁵ No Brasil, a disciplina regulamentar dos recolhimentos sobre depósitos à vista consta da Circular BCB n.º 3.274, de 10 de fevereiro de 2005; trata dos recolhimentos sobre depósitos a prazo a Circular BCB n.º 3.091, de 1º de março de 2002. A disciplina do custo financeiro sobre insuficiências no saldo da conta reservas bancárias e sobre deficiências no recolhimento de valores ao Banco Central do Brasil encontra-se na Circular BCB n.º 3.094, de 1º de março de 2002.

É preciso salientar, contudo, que as alterações nas exigências de reservas não surtem efeitos automáticos e precisos sobre a oferta de moeda, porque a criação de moeda pelos bancos não deriva exclusivamente da quantidade de reservas disponíveis¹¹⁶. Uma das razões para isso é que, como salientado acima, o multiplicador k não depende apenas das reservas mantidas no banco central, mas também da proporção dos meios de pagamento que o público deseja manter depositada em bancos, segundo sua preferência pela liquidez¹¹⁷, sobre a qual o banco central não tem controle. As decisões dos bancos a respeito dos empréstimos, outrossim, são elaboradas em vista de uma série de considerações que igualmente escapam à influência da autoridade monetária, como o perfil de endividamento dos clientes e o estado geral da economia.

A possibilidade de fixar exigências de reservas é, comparativamente aos demais instrumentos, uma ferramenta de efeitos muito poderosos sobre a oferta de moeda. “Usar as exigências de reservas para ajustar na margem a oferta de moeda”, ilustra Mishkin, “é como tentar usar uma britadeira para lapidar um diamante”¹¹⁸. Apesar da grande utilidade do instrumento em situações que demandam medidas enérgicas¹¹⁹, os recolhimentos compulsórios pouco interessam para efetuar pequenas correções na oferta monetária, que podem ser obtidas com métodos mais precisos, para não mencionar o fato de que aumentos na taxa do compulsório podem causar problemas de liquidez para bancos com poucas reservas excedentes.

¹¹⁶ MANKIW, 2005. p. 464-465.

¹¹⁷ Segundo Keynes, “a preferência pela liquidez do indivíduo é representada por uma escala do volume dos seus recursos, medidos em termos monetários ou em unidades de salário, que deseja conservar em forma de moeda em diferentes circunstâncias”. A taxa de juros, nesse contexto, é a “recompensa da renúncia à liquidez, é uma medida de relutância dos que possuem dinheiro [em] alienar o seu direito de dispor do mesmo”. Cf. KEYNES, 1992. p. 137.

¹¹⁸ MISHKIN, 2000. p. 282.

¹¹⁹ Lopes e Rossetti recordam que, nos primeiros meses do Plano Real, as exigências chegaram a 100% dos depósitos à vista. Cf. LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 260.

3.2. ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ

Os bancos centrais prestam *assistência financeira de liquidez* aos bancos mediante o *redesconto* de títulos de seus clientes ou o fornecimento de *empréstimos de liquidez* garantidos por ativos da instituição financeira. Diversamente das exigências de reserva, estruturadas sob o modelo de intervenção estatal coercitiva, as alterações nas condições da assistência financeira concedida pela autoridade monetária operam *fiduciariamente* sobre os meios de pagamento, influenciando os fluxos monetários em contas reservas bancárias¹²⁰.

A manipulação das condições da assistência financeira de liquidez oferecida pelos bancos centrais aos bancos comerciais já representou, no passado, o principal instrumento de política monetária. Com o desenvolvimento dos mercados de títulos públicos, contudo, o lastro predominante das intervenções da autoridade monetária passou dos papéis representativos de dívidas privadas para a dívida pública mobiliária, com o que se ampliou o interesse nas operações em mercado aberto¹²¹. O controle da oferta monetária com a utilização da assistência financeira de liquidez¹²² pode ocorrer mediante (a) alteração das *taxas de juros* oferecidos pelos títulos redescontados (forma mais usual); (b) mudanças nos *prazos para resgate* dos títulos; (c) fixação de *limites operacionais*, calculados em regra como proporção dos depósitos captados pelos bancos; ou (d) variações na *enumeração dos títulos redescontáveis*¹²³. Assim, por exemplo, a contração da oferta monetária pode ser obtida por meio do aumento das taxas cobradas pelo banco central ao redescontar títulos, o qual representa um acréscimo nos custos

¹²⁰ No Brasil, o regulamento do chamado *Redesconto do Banco Central* é veiculado em anexo à Circular BCB n.º 3.105, de 5 de abril de 2002, editada com fundamento na autorização conferida pela Resolução CMN n.º 2.949, de 4 de abril de 2002.

¹²¹ Trata das operações em mercado aberto o item 3.3 desta dissertação.

¹²² Por conveniência da exposição, os comentários a seguir mencionam unicamente o redesconto, embora se apliquem, *mutatis mutandis*, aos empréstimos de liquidez.

¹²³ LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 260-262.

financeiros da operação e um estímulo a que os bancos abstenham-se de tomar empréstimos da autoridade monetária e mantenham mais reservas voluntárias para evitar encargos mais elevados em momentâneas dificuldades de caixa. Similarmente, a diminuição dos prazos para resgate dos títulos redescontados, a redução dos limites operacionais e as restrições aos títulos admitidos para redesconto induzem os bancos a agir com mais cautela, aumentando as reservas no banco central e enxugando a liquidez. As medidas inversas, a seu turno, estimulam a tomada de empréstimos do banco central e permitem grau inferior de manutenção de reservas, o que acarreta ampliação da oferta monetária.

A utilização da assistência financeira de liquidez como instrumento de política monetária sofre algumas restrições. A primeira diz respeito ao fato de que o instrumento serve a dois senhores de interesses nem sempre coincidentes: a regulação da oferta de moeda e a tutela da higidez do sistema financeiro. É possível, por exemplo, que o objetivo de estabilização da moeda seja posto de lado em situações em que a contração da oferta monetária seja incompatível com a necessidade de conceder empréstimos de liquidez a instituições em dificuldades, cuja quebra poderia acarretar intoleráveis repercussões sistêmicas.

Outra restrição liga-se a um preconceito por muito tempo estimulado pela fixação de taxas punitivas para a assistência financeira de liquidez. Era comum, até muito recentemente, enxergar o recurso ao redesconto ou aos empréstimos de liquidez como uma demonstração de fraqueza e de irresponsabilidade do banco em sua política de concessão de empréstimos. Em conseqüência, o recurso à assistência de liquidez era evitado, por temor de possíveis abalos no crédito da instituição financeira. Em virtude da possibilidade de recurso ao mercado interbancário para o suprimento de cabedais às instituições com carências de liquidez, os bancos centrais passaram a ser enxergados como *prestamistas de*

última instância, aos quais só se deveria recorrer quando o crédito fosse negado em todas as demais fontes. Ocorre que semelhante preconceito reduzia enormemente os efeitos das alterações nas condições do redesconto sobre a oferta de moeda, pois eles pressupõem a generalizada difusão, entre as instituições bancárias, do recurso à assistência financeira da autoridade monetária¹²⁴. Em contraste, a tendência, hoje, é fixar em níveis razoáveis os encargos do redesconto destinado ao atendimento de circunstanciais crises de liquidez.

Por fim, a magnitude dos efeitos da assistência financeira de liquidez sobre a oferta monetária depende das dimensões do mercado interbancário. Nas economias de maior porte, em que as instituições podem recorrer ao auxílio mútuo de liquidez, dissipa-se uma parcela da importância da assistência financeira da autoridade monetária, pois, como recorda Mishkin, o banco central pode modificar a taxa de desconto, mas não pode obrigar os bancos a pedir empréstimos¹²⁵. A atuação do banco central é, por conseguinte, eminentemente *passiva*, pois o recurso ao redesconto depende da iniciativa das instituições financeiras.

3.3. OPERAÇÕES EM MERCADO ABERTO

As intervenções do banco central em mercado aberto influenciam a oferta de moeda e a taxa de juros com maior agilidade do que as alterações nas exigências de reservas ou nas condições da assistência financeira de liquidez. Chama-se “mercado aberto” o mercado no qual são negociados os títulos da dívida pública¹²⁶. Ele se diz aberto por ser acessível, em princípio, a qualquer pessoa física ou jurídica; pessoas não

¹²⁴ LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 263.

¹²⁵ MISHKIN, 2000. p. 281. Se o banco central pudesse obrigá-los, diga-se de passagem, o instrumento perderia as virtudes que advêm de seu caráter fiduciário.

¹²⁶ No Brasil, em virtude da vedação legal à emissão de títulos pelo Banco Central do Brasil (art. 34 da Lei Complementar n.º 101, de 4 de maio de 2000), o mercado aberto abrange títulos do Tesouro Nacional e os títulos do Banco Central do Brasil emitidos anteriormente à proibição, com fundamento no art. 11, V, da Lei n.º 4.595, de 1964. A competência do Banco Central do Brasil para praticar operações de compra e venda de títulos públicos federais como instrumento de política monetária consta do art. 10, XII, da Lei n.º 4.595, de 1964, e encontra-se prevista no art. 164, § 2º, da Constituição da República.

financeiras podem participar dos negócios indiretamente, vale dizer, por intermédio de uma instituição financeira¹²⁷.

As intervenções em mercado aberto realizam-se, geralmente, mediante compra e venda¹²⁸ de títulos governamentais de curto prazo, com mercado secundário bem desenvolvido¹²⁹. A escolha do mercado de títulos públicos como cenário para as intervenções da autoridade monetária é justificada pela elevada liquidez de tais papéis e pelo maior volume de comercialização, que possibilita a absorção dos efeitos das operações do banco central sem que as oscilações nos preços comprometam a higidez do mercado¹³⁰.

Realiza-se, por meio das operações em mercado aberto, intervenção *indireta*, de cunho *fiduciário*, que tem influência imediata sobre a base monetária. Para aumentar a oferta de moeda, o banco central adquire títulos que se encontram em poder do público, injetando moeda de alto poder de expansão na economia. Os novos recursos (exceção feita à parcela que é mantida como dinheiro em poder do público) são depositados em instituições financeiras, aumentando as reservas do sistema e possibilitando, por conseguinte, a criação de moeda. O efeito inverso é obtido mediante a venda de títulos da dívida pública, que acarreta a retirada de moeda do sistema financeiro e a conseqüente redução da oferta monetária.

Lopes e Rossetti apontam os seguintes efeitos para a utilização das operações em mercado aberto: (a) controle diário da oferta de moeda; (b) manipulação das

¹²⁷ ARAÚJO, 2002. p. 16.

¹²⁸ As compras e vendas em mercado aberto podem ser *definitivas* ou *conjugadas a compromissos de recompra ou de revenda*. Neste último caso, os negócios jurídicos são chamados, no jargão do mercado, de *operações compromissadas*.

¹²⁹ BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001a. p. 23. Chama-se *primário* o mercado em que ocorrem as colocações iniciais de títulos; trata-se do mercado no qual o emissor obtém recursos. *Secundário*, a seu turno, é o mercado no qual ocorrem as negociações posteriores dos títulos emitidos no passado.

¹³⁰ MISHKIN, 2000. p. 275.

taxas de juros de curto prazo; (c) possibilidade de aplicação em curto e em curtíssimo prazo das disponibilidades monetárias ociosas das instituições financeiras e do público; e (d) criação de liquidez para os títulos públicos¹³¹. As operações em mercado aberto interessam às autoridades monetárias por sua capacidade de agir sobre as oscilações no estoque total de reservas bancárias e na taxa de juros de curto prazo, influenciadas fundamentalmente pela preferência do público por liquidez, pelas operações cambiais, pelas exigências de reservas, pela assistência financeira de liquidez e pelas operações do tesouro.

A eficiência das operações em mercado aberto depende da existência de um mercado secundário desenvolvido para os títulos da dívida pública; atendido esse requisito, diversas vantagens justificam a preferência pelo instrumento como método para o controle da oferta monetária, em especial quando se buscam efeitos no curto prazo. A primeira vantagem consiste em que, diversamente das operações de redesconto, nas quais a atuação do banco central é *passiva*, nas intervenções em mercado aberto a autoridade monetária assume postura *ativa*, promovendo leilões e controlando os volumes ou os preços negociados. Em segundo lugar, o grau de precisão e a flexibilidade do instrumento conferem-lhe razoável âmbito de atuação, que oscila entre pequenas correções e interferências substanciais. Uma terceira vantagem reside na reversibilidade das operações: compras e vendas de títulos em volume superior ou inferior ao recomendável podem ser facilmente desfeitas por operações no sentido inverso. Por fim, o instrumento é muito ágil: sua utilização ocorre a qualquer momento, por decisão da autoridade monetária, sem a necessidade de alterações em normas e em regulamentos¹³².

¹³¹ LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 264.

¹³² As vantagens são enumeradas por MISHKIN, 2000. p. 276-277.

A dinâmica de mercado abre às autoridades monetárias duas alternativas: fixar preços (taxa de juros ou preços dos títulos), deixando aos agentes econômicos a determinação da quantidade de reservas; ou controlar o estoque de reservas, deixando a cargo dos agentes a especificação da taxa de juros¹³³. A depender dos objetivos da autoridade monetária, as intervenções em mercado aberto podem apresentar caráter *defensivo* ou *dinâmico*. O intuito das operações *defensivas* é a correção de desequilíbrios de curto prazo no nível de reservas, resultantes de comportamentos sazonais ou inesperados dos agentes, de maneira a proporcionar condições de liquidez adequadas ao funcionamento estável do sistema econômico. As operações defensivas são conduzidas, geralmente, sob a forma de operações compromissadas de curtíssimo prazo. As intervenções *dinâmicas*, por sua vez, destinam-se à implementação de objetivos mais amplos, em médio e longo prazos, atuando, para isso, sobre as expectativas dos agentes. Assim, exemplificativamente, para sinalizar uma elevação na taxa de juros desejada, o banco central pode realizar a venda de títulos em operações compromissadas de prazo mais longo do que os usualmente utilizados em negócios defensivos¹³⁴.

4. POLÍTICA CAMBIAL

Além do valor *interno* da moeda nacional, cuja regulação é efetuada mediante o manuseio dos instrumentos de política monetária, também o valor *externo* da moeda constitui objeto das intervenções estatais na economia¹³⁵. A atuação do banco central sobre as variáveis monetárias da economia nacional não pode ignorar as relações com outras economias do planeta, mormente no contexto atual de crescente integração ao

¹³³ ARAÚJO, 2002. p. 30.

¹³⁴ ARAÚJO, 2002. p. 31.

¹³⁵ Denomina-se *valor interno* da moeda, no presente texto, o seu poder de compra no país, que pode sofrer depreciação ou aumento (correspondendo a *inflação* a uma constante depreciação, e a *deflação*, a um constante aumento do valor da moeda). Denomina-se *valor externo*, a seu turno, a relação (taxa de câmbio) entre o valor da moeda nacional e o das moedas estrangeiras. Semelhante nomenclatura é empregada pelo art. 3º, II e III, da Lei n.º 4.595, de 1964, que inclui, entre os objetivos da política do Conselho Monetário Nacional, a regulação tanto do valor interno quanto do valor externo da moeda.

sistema do comércio mundial e de generalizada liberalização dos movimentos internacionais de divisas. As sociedades contemporâneas caracterizam-se pela existência de economias abertas a fluxos internacionais de bens, serviços e capitais, os quais afetam os balanços nacionais de pagamentos¹³⁶ e influenciam os termos em que se desenvolve a política econômica¹³⁷.

Por essa razão, as intervenções estatais sobre a economia compreendem também as atividades destinadas a manter o equilíbrio do balanço de pagamentos e a conformar as taxas de câmbio segundo objetivos politicamente estabelecidos. Semelhante tarefa é realizada pela chamada *política cambial*, que pode ser definida como o segmento da política econômica que se ocupa da regulação do valor externo da moeda e do equilíbrio do balanço de pagamentos.

Assim como a política monetária, a política cambial, nos dias atuais, compreende, predominantemente, instrumentos de intervenção no domínio econômico que, na classificação de Castro, referida acima, apresentam cunho *fiduciário*. O principal instrumento de política cambial, nesse sentido, é a prática de operações no mercado de câmbio, que será estudada mais adiante. A política cambial também pode empregar instrumentos de controle direto, de caráter *coercitivo*, tais como a fixação da taxa de câmbio, o estabelecimento de condições e limites à prática de negócios em moeda estrangeira por nacionais e a imposição de controles dos fluxos de capitais entre o país e o exterior¹³⁸.

¹³⁶ Chama-se balanço de pagamentos, segundo Mishkin, o “sistema de escrituração contábil para registro de todos os pagamentos que apresentem uma relação direta com a movimentação de fundos entre o país (setor privado ou governo) e países estrangeiros” (MISHKIN, 2000. p. 305).

¹³⁷ Noções econômicas sobre a moeda em economias abertas podem ser encontradas em LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 228-241.

¹³⁸ Exemplos de controles diretos, no Brasil, eram a exigência de cobertura cambial das exportações, de que tratava o art. 3º do Decreto n.º 23.258, de 19 de outubro de 1933, e a fixação de condições e de prazos máximos para a liquidação de contratos de câmbio de importação, cuja violação acarretava a incidência da multa de que trata a Lei n.º 10.755, de 3 de novembro de 2003. Ambos foram extintos pela Medida

A execução da política cambial afeta, em maior ou menor medida, a liberdade para a condução da política monetária, em virtude das estreitas conexões entre os respectivos âmbitos de atuação. Intervenções estatais no mercado de câmbio, em particular, interferem nas variáveis do mercado monetário, como a oferta de moeda e a taxa de juros. Assim, por exemplo, vendas de moeda estrangeira realizadas pelo banco central no mercado de câmbio, com o objetivo de conter uma elevação na cotação da moeda estrangeira em relação à moeda nacional, implicam redução da base monetária e possíveis pressões no sentido da elevação da taxa de juros, caso não sejam contrabalançadas por intervenções do banco central em mercado aberto.

Inversamente, os termos em que se desenvolve a política monetária podem surtir efeitos sobre variáveis relevantes para a política cambial. É possível citar, a título de exemplo, o fato de que taxas de juros elevadas, motivadas pelo interesse em conter a inflação, geram estímulos ao ingresso, no país, de grandes volumes de recursos especulativos em moeda estrangeira. O excesso de moeda estrangeira pode derrubar as taxas de câmbio e, por essa via, afetar o desempenho externo do país, como a competitividade das exportações. Política monetária e política cambial, por conseguinte, devem ser formuladas e executadas em refinada coordenação¹³⁹.

As intrincadas relações entre a política monetária e a política cambial, nas economias abertas, são bem ilustradas pelo conhecido *trilema* da política econômica, segundo o qual é impossível conciliar mais que duas das seguintes alternativas: política monetária independente, estabilidade da taxa de câmbio e liberdade de movimentos

Provisória n.º 315, de 3 de agosto de 2006. Outro exemplo conhecido é o regime de registros de capitais estrangeiros instituído pela Lei n.º 4.131, de 3 de setembro de 1962. Ademais, instrumentos fiscais, como barreiras tarifárias, podem atuar no mesmo sentido.

¹³⁹ Sobre as relações entre política cambial e política monetária, cf. MISHKIN, 2000, p. 313-314.

internacionais de capitais¹⁴⁰. O trilema demonstra quão delicadas são as questões monetárias, principalmente para países que, como o Brasil, apresentam crônicos problemas quanto ao equilíbrio do balanço de pagamentos. Isso ocorre porque os fluxos internacionais de capitais representam um importante condicionante externo à capacidade das autoridades monetárias nacionais de conduzirem autonomamente a política monetária de um país¹⁴¹.

A organização de um *sistema monetário internacional*¹⁴² pode fornecer condições de relativa estabilidade para a persecução de objetivos econômicos internos, como ocorreu no período de cerca de duas décadas após a Segunda Guerra Mundial, sob o chamado acordo de Bretton Woods¹⁴³. Os sistemas monetários internacionais normalmente objetivam a manutenção de taxas de câmbio fixas e o socorro aos países que enfrentam

¹⁴⁰ Como esclarece Franco, “o ‘trilema’ de Robert Triffin, ou a ‘tríade impossível’, é também um tema clássico da macroeconomia moderna, e foi estabelecido em torno da experiência dos EUA em 1971. Consiste em dizer que, sob mobilidade irrestrita de capitais, não é possível manter, simultaneamente, taxas de câmbio fixas e política monetária independente. Apenas duas dessas três possibilidades podem coexistir” (FRANCO, 2004. p. 26). As correlações entre tais elementos sob o padrão-ouro internacional já eram salientadas por Polanyi, em obra escrita em 1944: “Com o padrão-ouro internacional, o mais ambicioso esquema de mercado de todos foi implementado, significando absoluta independência dos mercados em relação a autoridades nacionais. Comércio mundial agora tinha o sentido de organização da vida no planeta sob um mercado auto-regulado, compreendendo trabalho, terra e moeda, com o padrão-ouro atuando como o guardião desse gigantesco autômato. Nações e povos eram meros títeres num espetáculo muito além de seu controle. Eles protegeram-se do desemprego e da instabilidade com a ajuda de bancos centrais e barreiras tarifárias, suplementados por leis de migração. Essas ferramentas eram designadas para contrabalançar os efeitos destrutivos da conjugação de livre comércio e paridade fixa da moeda, e, na medida em que atingiram esse propósito, eles interferiram com o funcionamento de tais mecanismos” (POLANYI, 2001. p. 226. Tradução livre).

¹⁴¹ A respeito da fragilidade externa brasileira em anos recentes, cf. CINTRA, 2001.

¹⁴² Segundo Eichengreen, um sistema monetário internacional é um acordo entre países que tem o objetivo de “dar ordem e estabilidade aos mercados cambiais, promover a eliminação de problemas de balanço de pagamentos e proporcionar acesso a créditos internacionais em caso de abalos desestruturadores” (EICHENGREEN, 2002. p. 23). Eichengreen alerta que acordos monetários estabelecidos por negociação internacional são exceções. “Mais freqüentemente, tais arranjos surgiram espontaneamente como resultado de decisões individuais de países condicionados pelas decisões anteriores de seus vizinhos e, mais freqüentemente ainda, por herança histórica” (*op. cit.* p. 29).

¹⁴³ O arranjo de Bretton Woods caracterizava-se por taxas fixas de câmbio, controles cambiais e tarifários estabelecidos pelos governos nacionais e auxílios de organismos financeiros internacionais e dos Estados Unidos da América para a sustentação do equilíbrio dos balanços de pagamentos nacionais. Como resultado, as políticas monetárias nacionais desfrutaram, sob a vigência do sistema, de alguma liberdade para buscar satisfazer os objetivos da política econômica interna. Com o colapso do acordo, no início da década de 1970, as taxas de câmbio começaram a flutuar e as pressões sobre as políticas monetárias nacionais fizeram-se sentir de maneira aguda. Tais pressões trouxeram novos desafios à gestão das economias nacionais, complicados pela existência de fluxos internacionais de capitais cada vez mais velozes. Seguiram-se crises ligadas ao refinanciamento das dívidas externas de países em desenvolvimento, provocadas, em especial, pelo aumento das taxas de juros estadunidenses na década de 1970. Interessantes relatos a respeito da ascensão e queda do sistema de Bretton Woods podem ser colhidos em EICHENGREEN, 2000. p. 131-182 e em GALBRAITH, 1997. p. 247-274.

problemas em seus balanços de pagamentos; daí resultam condições mais favoráveis para o intercâmbio comercial entre as nações.

Nos dias atuais, caracterizados pela ausência de mecanismos como os de Bretton Woods e pela generalizada inexistência de controles internos que protejam as economias nacionais dos movimentos internacionais de recursos, os governos nacionais, em sua maioria, têm adotado regimes de flutuação cambial gerenciada¹⁴⁴. A flutuação cambial apresenta a vantagem de proporcionar um grau adicional de liberdade para que as autoridades monetárias conduzam as respectivas políticas da moeda. Em contrapartida, da flutuação cambial podem resultar impactos pronunciados sobre as taxas de câmbio, com o que se ampliam os riscos relacionados ao desempenho externo das economias nacionais¹⁴⁵. Num regime de flutuação gerenciada, tais impactos podem ser mitigados, em alguma medida, pela execução da política cambial.

A despeito da importância do assunto, o estudo dos efeitos dos fluxos internacionais de capitais sobre as economias nacionais ultrapassa os propósitos deste trabalho¹⁴⁶. Basta, no âmbito desta exposição a respeito dos instrumentos da gestão estatal da moeda, expor brevemente as feições do principal instrumento da política cambial: as intervenções do banco central no mercado interbancário de câmbio.

¹⁴⁴ A flutuação cambial gerenciada, segundo Mishkin, consiste no regime no qual “as taxas de câmbio flutuam a cada dia, porém os bancos centrais tentam influenciar as taxas de câmbio de seus países comprando e vendendo papel-moeda” (MISHKIN, 2000. p. 302). Ainda sobre o assunto, cf. SILVEIRA, 2003.

¹⁴⁵ Não se deve supor, no entanto, que todos os governos nacionais sejam simplesmente reféns de movimentos internacionais de divisas que escapam por completo ao seu controle. A gestão das reservas internacionais pelas potências mundiais constitui um importante instrumento de influência sobre as demais nações e representa peça importante na composição do atual quadro de integração internacional das economias. A defesa entusiasmada da desregulação financeira e da globalização, pelas nações de maior influência econômica, não é compreendida de modo adequado se for encarada como mera adesão racional a um modelo econômico virtuoso; elas, na verdade, reforçam o poderio dos maiores centros financeiros internacionais e promovem benefícios macroeconômicos que os respectivos governos simplesmente não podem ignorar. Sobre o assunto, cf. DODD, 1997. p. 147-174.

¹⁴⁶ Sobre o assunto, cf. FREITAS E PRATES, 2003.

4.1. OPERAÇÕES NO MERCADO INTERBANCÁRIO DE CÂMBIO

O banco central procura agir sobre a relação entre a oferta de moeda estrangeira e a oferta de moeda nacional, bem como sobre a taxa de câmbio, mediante operações praticadas no mercado interbancário de câmbio, assim chamado o mercado no qual ocorrem negócios em moeda estrangeira entre os bancos autorizados a operar em câmbio. Tais operações assemelham-se, em grande medida, às intervenções da autoridade monetária em mercado aberto¹⁴⁷. O banco central assume um papel *ativo* em suas intervenções cambiais, promovendo leilões e controlando os volumes ou os preços negociados. As operações do banco central no mercado cambial, ademais, apresentam graus elevados de precisão, de flexibilidade e de reversibilidade, para não mencionar a agilidade que decorre da possibilidade de seu emprego a qualquer momento, por decisão da autoridade monetária, sem a necessidade de alterações em normas e em regulamentos.

As intervenções no mercado interbancário de câmbio realizam-se, geralmente, mediante a compra e venda de moeda estrangeira ou de ativos denominados em moeda estrangeira. O instrumento caracteriza-se, na classificação elaborada por Castro, como mecanismo para intervenção *indireta* na economia, de caráter *fiduciário*: por seu intermédio, a autoridade monetária mobiliza estímulos econômicos para procurar conformar as condutas dos agentes do mercado de câmbio, de acordo com os objetivos da política econômica.

Além dos efeitos sobre a oferta de moeda estrangeira em mercado e sobre a taxa de câmbio, que constituem normalmente os objetivos principais das intervenções, as operações cambiais do banco central afetam, simultaneamente, as dimensões da base

¹⁴⁷ Esse aspecto é salientado por Mishkin (cf. MISHKIN, 2000. p. 303).

monetária e o nível das *reservas internacionais*¹⁴⁸. Por exemplo, o banco central pode vender moeda estrangeira para o mercado, com o objetivo de aumentar a sua oferta e, por essa via, reduzir a taxa de câmbio entre a moeda nacional e a moeda estrangeira em questão. Para isso, a autoridade monetária utiliza uma parcela dos recursos em moeda estrangeira que se encontram nas reservas internacionais. Como consequência, o nível de reservas internacionais diminui. Por outro lado, o banco central recebe moeda nacional como contraprestação pela venda de moeda estrangeira. Como resultado da transferência de reservas *bancárias* do mercado para o banco central, a base monetária diminui. Em síntese, como indica Mishkin, “a compra por um banco central de moeda nacional e a correspondente venda de ativos estrangeiros no mercado de câmbio leva a uma queda equivalente nas reservas internacionais e na base monetária”¹⁴⁹.

Inversamente, a compra de moeda estrangeira pelo banco central, com o objetivo de reduzir a sua oferta em mercado e, assim, estimular um acréscimo na taxa de câmbio, aumenta o nível de reservas *internacionais*. A moeda nacional paga pelo banco central, ademais, aumenta as reservas *bancárias* e amplia, portanto, a base monetária. Nas palavras de Mishkin, “a venda de moeda nacional por um banco central para comprar ativos estrangeiros no mercado de câmbio tem como consequência uma elevação equivalente em suas reservas internacionais e na base monetária”¹⁵⁰.

As operações cambiais da autoridade monetária nos moldes acima descritos são chamadas de *intervenções não esterilizadoras no mercado de câmbio*. É possível, no entanto, que o banco central utilize operações em mercado aberto para

¹⁴⁸ As *reservas internacionais* consistem no conjunto dos ativos oficiais (ou seja, pertencentes ao Estado) denominados em moeda estrangeira. No Brasil, as reservas internacionais são depositadas no Banco Central do Brasil, por força do art. 10, VIII, da Lei n.º 4.595, de 1964. Note-se que as reservas internacionais são aplicadas nos grandes centros financeiros internacionais, de modo que também nesse aspecto os mercados financeiros internacionais exercem influência sobre as políticas cambiais e monetárias nacionais.

¹⁴⁹ MISHKIN, 2000. p. 303.

¹⁵⁰ MISHKIN, 2000. p. 303.

compensar os efeitos das intervenções no mercado interbancário de câmbio sobre a base monetária. Nesse caso, diz-se que a autoridade monetária pratica *intervenções esterilizadoras no mercado de câmbio*¹⁵¹. Assim, por exemplo, uma compra de moeda estrangeira pelo banco central pode ser conjugada a uma venda de títulos públicos em mercado aberto, com o objetivo de manter constante a base monetária. Inversamente, pode-se conjugar uma venda de moeda estrangeira a uma compra de títulos públicos em mercado aberto, com o propósito de manter estável a base monetária.

¹⁵¹ MISHKIN, 2000. p. 303.

CAPÍTULO 2

ABORDAGENS DA MOEDA NO ÂMBITO DA CIÊNCIA JURÍDICA

5. TEORIAS JURÍDICAS SOBRE A MOEDA

A teoria econômica neoclássica, como visto acima, dedica pouca atenção à relação entre a soberania estatal e a *validade* da moeda, limitando-se a qualificar a moeda como um *meio de troca* cujo surgimento é explicado como resultado de imperativos de ampliação da eficiência econômica na passagem das economias pré-monetárias às economias monetárias. O papel do Estado adquire relevância para a teoria neoclássica apenas quando se trata da regulação do *valor* da moeda, ou seja, a condução da política monetária e cambial¹⁵².

Em contraste com a postura da teoria econômica neoclássica, algumas escolas jurídicas sobre a moeda procuraram elucidar as conexões entre a soberania estatal e a atribuição de validade à moeda, muito embora tais escolas tenham se absterido de questionar certos pressupostos teóricos das doutrinas econômicas ortodoxas.

O presente tópico destina-se à apresentação de duas abordagens jurídicas da moeda, conhecidas como *teoria estatal* e *teoria social* da moeda. Preliminarmente, no entanto, interessa aclarar o significado de alguns termos que são empregados com frequência pelos operadores do direito ao debruçarem-se sobre o *regime jurídico da moeda*¹⁵³.

Fundamental, nesse contexto, é o conceito de *curso legal*. Diz-se que a moeda tem curso legal quando conta com *poder liberatório* de obrigações assegurado pelo

¹⁵² Para a distinção entre *validade* e *valor* da moeda, cf. o item 15 desta dissertação.

¹⁵³ O regime jurídico da moeda nacional compreende, em termos gerais, normas sobre as características formais da moeda e sobre o seu curso. O conceito será explicitado no item 16.1 desta dissertação.

Estado¹⁵⁴. Por meio do curso legal, estabelece-se a aceitação compulsória da moeda para a quitação de dívidas: ela não pode ser recusada, caso seja oferecida em pagamento de uma obrigação pecuniária. A atribuição do curso legal confere à moeda a condição de *meio de pagamento*, ou seja, um instrumento de troca juridicamente idôneo para a quitação de obrigações. Isso implica que, sob o ponto de vista da definição ortodoxa de moeda¹⁵⁵, um meio de pagamento é um meio de troca dotado de curso legal¹⁵⁶.

Além de estabelecer o curso legal, é possível que o Estado assuma determinadas obrigações a respeito do valor da moeda, tendo em vista os objetivos da política econômica. Nesse contexto, o ordenamento jurídico pode impor ao emissor da moeda a obrigação de converter as peças monetárias em determinados ativos. Por outro lado, é possível que a moeda seja emitida sem qualquer compromisso de conversão em outros ativos, devendo ser aceita independentemente do valor intrínseco do material com que é fabricada. Distinguem-se, dessa maneira, *moeda conversível* e *moeda fiduciária*.

A moeda diz-se *conversível* (ou, para usar a terminologia de G. F. Knapp, *provisória*¹⁵⁷) quando o emissor (autoridade estatal ou banco) se encontra obrigado a trocar, pelo valor nominal, a moeda que lhe for apresentada por outra determinada espécie de moeda (dita *definitiva*). Sob o metalismo, caso mais conhecido de conversibilidade, a moeda definitiva corresponde a um metal precioso, em regra o ouro ou a prata. A seu turno, chama-se *fiduciária* (ou *inconversível*) a moeda em relação à qual não existe, para o emissor, a obrigação de troca por qualquer ativo. A circunstância de apresentar valor

¹⁵⁴ No Brasil, o curso legal do Real decorre do art. 1º da Lei n.º 9.069, de 1995.

¹⁵⁵ Recorde-se que, segundo as teorias econômicas ortodoxas, a moeda é essencialmente um *meio de troca* que desempenha também as funções de *unidade de conta* e de *reserva de valor*. Sobre o assunto, cf. o item 2 desta dissertação.

¹⁵⁶ Nas palavras de Lopes e Rossetti, “a moeda, como nenhum outro ativo, detém um poder que a distingue de quaisquer outras formas de riqueza possuídas por um agente econômico – o poder de saldar dívidas, de liquidar débitos, de livrar seu detentor de uma situação passiva. Dá-se a esta particularidade da moeda a denominação de *poder liberatório* ou *função liberatória*. Esse poder é garantido pelo Estado, que pode forçar o curso da moeda, impondo sua aceitação como forma de pagamento” (LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 23).

¹⁵⁷ KNAPP, 2003. p. 102-103.

intrínseco é pouco importante para a validade da moeda fiduciária, interessando apenas o valor que decorre propriamente da confiança em sua futura aceitação para a liquidação de obrigações pecuniárias.

Por fim, diz-se que tem *curso forçado* a moeda *fiduciária* à qual se assegura *poder liberatório*: o curso forçado resulta da combinação de curso legal e inconvertibilidade¹⁵⁸. Nesse caso, apesar da ausência de valor intrínseco da moeda fiduciária, sua aceitação para a quitação de obrigações pecuniárias é juridicamente imposta. Por conseguinte, não se cogita de curso forçado da moeda em regimes monetários de convertibilidade, já que o caráter fiduciário (ou seja, a inconvertibilidade) da moeda constitui pressuposto teórico para a caracterização do curso forçado. Nos regimes de convertibilidade existe apenas, quanto à moeda provisória, uma garantia de troca pela moeda definitiva. Esta, a seu turno, apresenta somente curso legal, e não curso forçado.

É de se referir, ainda, a hipótese que pode ser denominada, para os fins deste trabalho, como *curso forçado qualificado*. Trata-se da situação em que o direito *impõe* a utilização da moeda nacional como *moeda de pagamento* em todas as obrigações pecuniárias exequíveis no território nacional, excepcionando-se algumas poucas hipóteses constantes de lei. Nesse caso, o direito não se limita a conferir poder liberatório à moeda nacional. Determina-se, adicionalmente, que todos os pagamentos realizados no país sejam feitos na moeda nacional, proibindo-se o emprego de moeda estrangeira ou de metais preciosos¹⁵⁹. O curso forçado qualificado constitui medida coercitiva orientada à proteção

¹⁵⁸ “Na maioria dos países modernos a moeda é inconvertível (ou irremissível) no sentido há pouco discutido, embora conte com curso legal e, portanto, constitua o que se chama emissão forçada ou curso forçado ou moeda *fiat* (*cours forcé*, *Zwangkurs*)” (MANN, 1971. p. 43. Tradução livre. As expressões entre parênteses encontram-se em francês e em alemão, respectivamente, no original). Cf., ainda, MENDES E NASCIMENTO, 1991. p. 49.

¹⁵⁹ No Brasil, o curso forçado da moeda nacional decorre do art. 1º do Decreto-lei n.º 857, de 11 de setembro de 1969.

da moeda nacional, pois emprega sanções estatais para restringir a demanda por moeda alienígena, em favor da moeda pátria¹⁶⁰.

Expostos tais conceitos, cumpre dedicar atenção às duas teorias jurídicas que procuram esclarecer as relações entre soberania estatal e validade do dinheiro: a teoria estatal e a teoria social da moeda. A proposição fundamental da teoria estatal pode ser sintetizada na frase inaugural de livro de seu maior expoente, Georg Friedrich Knapp: *a moeda é uma criatura do direito*¹⁶¹. A teoria social, a seu turno, considera que a atuação da autoridade política não é essencial para a sustentação da validade da moeda, bastando o reconhecimento que resulta do *uso corrente* pelos agentes econômicos.

5.1. TEORIA ESTATAL DA MOEDA

G. F. Knapp publicou sua Teoria Estatal da Moeda em 1905, durante a vigência do padrão-ouro internacional¹⁶². Em manifesta dissonância com as opiniões acadêmicas prevalecentes, que sustentavam que a essência da moeda deveria ser procurada em metais preciosos, Knapp contestou a necessidade de um padrão metálico para a caracterização do dinheiro¹⁶³. Sugeriu que, a despeito do que achassem conveniente os defensores do padrão metálico, não se poderia negar que também constituem moeda

¹⁶⁰ Como esclarece Frank van Dun, “o valor da moeda é, agora, completamente determinado pela demanda por algo cuja oferta depende, em larga medida, da discricção da autoridade monetária. Se o público percebesse o seu valor decrescendo e pudesse, sem custos, apelar para substitutos prontamente disponíveis – como mercadorias de fácil negociação ou outros ativos (quase-moedas) ou moedas estrangeiras –, a demanda iria, presumivelmente, evaporar de imediato. Para explicar a demanda continuada por uma moeda inflacionária, é preciso procurar fatores que sustentam artificialmente a demanda e restringem a competição de outros fornecedores de moeda, nacionais ou estrangeiros (...). Leis de curso legal incluem-se nesse caso, em especial se vão ao extremo de exigir que todos os contratos que envolvem dinheiro sejam denominados na moeda nacional” (DUN, 1998. p. 60. Tradução livre).

¹⁶¹ KNAPP, 2003. p. 1.

¹⁶² A economia internacional testemunhou, sob a generalizada consagração da conversibilidade das moedas nacionais ao ouro, uma pouco usual coexistência de estabilidade nas taxas de câmbio com intenso nível de negócios internacionais, ao longo do período que compreende o último quarto do século XIX e o começo do século XX. Sob os auspícios de um arranjo tácito que viria, mais tarde, a ser conhecido como as *regras do jogo* do padrão-ouro, cada uma das grandes potências comprometia-se a sustentar a conversibilidade da respectiva moeda ao ouro, a uma paridade pré-determinada. As regras compreendiam também uma implícita cláusula de escape, segundo a qual a suspensão da conversibilidade era admitida em situações extraordinárias, condicionada à assunção do compromisso de retorno à conversibilidade tão logo o cenário voltasse à normalidade. Sobre o assunto, cf. EICHENGREEN, 2000. p. 29-74.

¹⁶³ Sobre o assunto, cf. MACLACHLAN, acesso em 2005.

determinados meios de pagamento cuja validade é proclamada pelo poder soberano do Estado, independentemente do material utilizado em seu fabrico. Knapp propunha, alternativamente ao paradigma metalista, que se reconhecesse na *proclamação*¹⁶⁴ da validade da moeda pelo Estado o aspecto fundamental para a caracterização da moeda¹⁶⁵.

A teoria estatal desenvolvida por Knapp atribui ao dinheiro o célebre conceito de *meio cartal de pagamento*, ou seja, um meio de pagamento¹⁶⁶ cuja validade depende não do seu valor intrínseco, mas do comando estatal que lhe fixa as características físicas e lhe confere curso legal¹⁶⁷. O dinheiro, segundo Knapp, diferenciou-se historicamente dos meios *pensatórios*¹⁶⁸ de pagamento no momento em que a cunhagem deixou de ser uma mera certificação do conteúdo metálico de uma peça e se tornou o símbolo de uma proclamação do soberano quanto ao valor pelo qual a peça deveria ser admitida¹⁶⁹.

Knapp, entretanto, não se limita a afirmar que a criação do dinheiro resulta de uma regra jurídica. Fazê-lo implicaria deixar sem explicação o fato de que,

¹⁶⁴ O termo proclamação (na tradução para o inglês, *proclamation*) tem, em Knapp, o sentido de atribuição de curso legal à moeda.

¹⁶⁵ Uma versão *forte* da doutrina estatal é proposta por F. A. Mann, que considera que o caráter monetário depende *exclusivamente* da existência de um comando legal emitido pelo Estado. A teoria estatal, segundo Mann, é uma consequência necessária do poder soberano do Estado; de sua adoção decorrem duas consequências: em primeiro lugar, apenas constituem dinheiro os meios de troca criados ou autorizados pelo Estado ou por quem de fato exerça o poder soberano; em segundo lugar, o dinheiro apenas perde seu caráter em virtude de desmonetização formal. Assim apresentada, contudo, a teoria estatal enfrenta dificuldades para explicar de que maneira a simples atribuição de curso legal poderia suprir todas as expectativas ligadas à utilização da moeda. Cf. MANN, 1971. p. 18ss.

¹⁶⁶ Resulta da análise de Knapp que se consideram meios de pagamento as coisas móveis empregadas na intermediação de trocas e referenciadas segundo uma unidade de conta. Os meios de pagamento, que incluem mas não se restringem ao dinheiro, não precisam resultar necessariamente de um ato do Estado. KNAPP, 2003. p. 2-8.

¹⁶⁷ KNAPP, 2003. p. 29-32.

¹⁶⁸ Knapp elaborou intricada nomenclatura para a exposição de sua teoria, tomando por base, normalmente, radicais gregos. Em sua terminologia, dizem-se *pensatórios* (na tradução para o inglês, *pensatory*) os meios de pagamento cujo valor depende do peso da substância de que são feitos. Cf. KNAPP, 2003. p. 28.

¹⁶⁹ Knapp divide os meios de pagamento em *mórficos* e *amórficos*, segundo dependam ou não da existência de determinadas características físicas para que se possam afirmar como meios de pagamento. Os meios de pagamento podem, ademais, apresentar-se como *pensatórios*, quando seu valor depende do peso do material de que são compostos (em regra um metal precioso), ou *proclamatórios*, se sua validade advém de uma determinação do soberano. “Para o observador mais aguçado”, afirma Knapp, “o dinheiro no sentido moderno primeiro apareceu quando os meios mórficos de pagamento tiveram sua validade estabelecida por proclamação e tornaram-se Cartais” (KNAPP, 2003. p. 38).

muitas vezes, a mera proclamação do Estado é impotente quando se trata de sustentar a confiança na moeda. O autor alemão demonstra perceber com clareza que o dinheiro, embora nasça por decreto, necessita de uma estrutura institucional para que se possa manter em circulação. Ele propõe, por isso, duas distintas abordagens da questão, uma *genética* e outra *funcional*.

A definição da moeda como meio cartal de pagamento é, para Knapp, *genética*, pois diz respeito às circunstâncias que são características de sua origem¹⁷⁰. O esquema genético ampara-se na proposição simples de que a unidade de conta deve persistir ao longo do tempo para permitir a constituição de um sistema de pagamentos estável, provindo do ordenamento jurídico essa garantia de permanência. Não obstante, o estímulo à utilização efetiva do dinheiro não pode resultar unicamente de um comando legal, tendo em vista que, em determinados contextos, a coerção estatal pode não ser suficiente para gerar, no espírito daquele a quem se oferece a moeda em pagamento, a confiança em sua futura circulação.

Essa percepção conduz Knapp à elaboração de uma abordagem *funcional* da moeda, em cujos termos a utilização efetiva do dinheiro resulta da confiança, entre os agentes econômicos, em sua circulação constante e, por conseguinte, na capacidade de no futuro poder-se utilizá-lo como meio de satisfação das próprias obrigações. Os agentes econômicos preferirão, sem dúvida, manter numerário que, por ser mais frequentemente utilizado pelos demais agentes, proporcione segurança quanto à possibilidade de ser empregado para atender às suas necessidades vindouras.

Entretanto, mesmo nos termos da abordagem funcional, o papel do Estado é fundamental e vem corroborar, para Knapp, a teoria estatal. Uma parcela enorme

¹⁷⁰ KNAPP, 2003. p. 42.

das transações nas economias modernas envolve o Estado como pagador ou como recebedor. Ao aceitar determinada moeda em seus guichês, em pagamento de tributos e de outras obrigações, bem como ao usá-la para quitar seus próprios débitos, o Estado estimula o emprego da moeda, inclusive nas operações econômicas de que não participa, já que as partes desejam ter disponibilidade de cabedais de maior difusão, que possam ser utilizados em futuras transações com o Estado. Sob o enfoque funcional, como salienta Knapp, decisiva é não mais a emissão do dinheiro, mas a sua aceitação nos negócios realizados com o poder público¹⁷¹.

A abordagem funcional alivia, sem dúvida, as exigências argumentativas sobre o pressuposto de que a moeda deve ser assegurada por uma determinação legal, permitindo que se fale, a propósito, em uma versão fraca da teoria estatal: a caracterização do dinheiro, na teoria de Knapp, não decorre simplesmente de um comando estatal, mas da existência de uma estrutura institucional patrocinada pelo Estado, que compreende a *configuração jurídica do dinheiro e o papel do Estado na economia* – vale dizer, uma combinação de autoridade jurídica e influência econômica¹⁷².

¹⁷¹ KNAPP, 2003. p. 95. L. Randall Wray enfatiza a posição central da tributação na sustentação da validade da moeda. Ao estabelecer a necessidade de pagamento de tributos na moeda de sua emissão, segundo Wray, o Estado gera demanda para a moeda que utiliza para pagar pelos bens e serviços que pretende obter de particulares. “Para resumir, com uma responsabilidade tributária suficientemente elevada (e uma penalidade suficientemente severa pelo fracasso em pagar tributos), o governo pode transferir para si a porção desejada da produção de uma nação (...). Contudo, isso não ocorre porque o governo precisa dos pagamentos de tributos para comprar a produção da nação, e sim porque a responsabilidade tributária é requerida para forçar os cidadãos a prover coisas ao governo para obter a moeda. Como fornecedor monopolístico da moeda, o governo pode fixar o preço daquelas coisas que pretende comprar, uma vez que essa é a única fonte da moeda que o público necessita para pagar tributos” (WRAY, 2003. p. 7. Tradução livre).

¹⁷² Nigel Dodd questiona se, em vista do enfoque funcional, a teoria de Knapp ainda poderia apropriadamente se dizer estatal. Dodd salienta uma importante distinção entre o papel do Estado em cada uma das abordagens desenvolvidas por Knapp. A validade do dinheiro, do ponto de vista *genético*, apóia-se no poder de império do Estado; sob o enfoque *funcional*, contudo, a circulação do dinheiro é assegurada não pela proclamação do soberano, mas por uma estrutura institucional ancorada na atuação do Estado como grande agente econômico. Dodd afirma que, a acolher-se a exposição de Knapp, desaparece a feição tipicamente estatal da validação do dinheiro: “na medida em que seja concebível que a aceitação pelo Estado é importante para a identidade do dinheiro apenas em decorrência do tamanho do Estado como agente, conforme propõe o esquema funcional de Knapp, isso poderia também se aplicar com facilidade a uma instituição não-política, como uma grande empresa” (DODD, 1997. p. 72). Não obstante, as intuições de Knapp parecem, em linhas gerais, bastante acertadas e historicamente precisas, como se verifica na seqüência do texto.

A identificação de um papel dúplice do Estado em relação à moeda, que combina estatuto jurídico e atividade financeira, apresenta suma relevância para a apreensão do sentido da validação do dinheiro nas sociedades modernas. A gestão monetária abraça um vasto plexo de atribuições estatais, que compreende não apenas o regime jurídico da moeda nacional, os gastos públicos e a imposição de tributos que devem ser satisfeitos na unidade de conta instituída pelo Estado, mas também a gestão da dívida pública, as políticas monetária, cambial e de crédito e um arcabouço normativo complexo que engloba aspectos tão variados como a disciplina das relações de emprego, a regulação bancária e as normas sobre a contabilidade das empresas. É difícil imaginar alguma outra entidade capaz de assumir semelhantes tarefas com a mesma amplitude.

É interessante verificar que a identificação de um duplo papel estatal a respeito da moeda – uma combinação de autoridade jurídica e influência econômica – encontra-se igualmente presente na análise do dinheiro desenvolvida por Max Weber. A moeda, segundo Weber, amplia consideravelmente as possibilidades de trocas na economia, pois permite a separação *espacial, temporal, pessoal e quantitativa* entre os bens oferecidos e os desejados. Ela se presta, ademais, para permitir a estimação em dinheiro de todos os bens e serviços suscetíveis de troca¹⁷³. O dinheiro é, do ponto de vista técnico, “o meio de cálculo econômico mais perfeito, isto é, o meio formalmente mais racional de orientação da ação econômica”¹⁷⁴.

As considerações de Weber a respeito da validação do dinheiro amparam-se declaradamente na teoria estatal de Knapp, ao menos no que diz respeito ao aspecto que Weber chama de formal¹⁷⁵. Weber qualifica o dinheiro como “meio de pagamento cartal que serve de meio de troca”. Com isso, o sociólogo germânico traça uma distinção entre a

¹⁷³ WEBER, 2000. p. 49.

¹⁷⁴ WEBER, 2000. p. 53.

¹⁷⁵ WEBER, 2000. p. 47.

validade formal e a *validade material* do dinheiro. Sob o aspecto *formal*, o dinheiro é, na terminologia weberiana, um *meio de pagamento*, ou seja, um objeto típico cuja validade é convencional ou juridicamente garantida. Sob o aspecto *material*, a seu turno, o dinheiro é um *meio de troca*, pois sua validade depende de que preencha as expectativas do aceitante concernentes à probabilidade duradoura de trocá-lo, numa proporção que corresponda a seu interesse, por outros bens¹⁷⁶.

As duas facetas da validade do dinheiro, na teoria de Weber, devem ser entendidas em conjugação com o papel desempenhado pelo Estado na emergência do *capitalismo* moderno¹⁷⁷. A organização fiscal do Estado representou condição histórica essencial para o estabelecimento da empresa capitalista racional, por desonerá-la de quaisquer atribuições não vinculadas à atividade racional dirigida ao lucro. O Estado moderno, diz Weber, sempre mantém o monopólio da organização legal do sistema monetário e, em regra, é titular do monopólio da emissão do dinheiro. Semelhantes atividades correspondem à tutela da *validade formal* do dinheiro, ou seja, à caracterização do dinheiro como *meio de pagamento*. O Estado moderno, todavia, é também, em virtude da importância crescente de seus impostos e empreendimentos econômicos próprios, o maior recebedor e o maior pagador, por meio das caixas próprias ou daquelas que operam por sua conta. É no desempenho desse papel que reside, para Weber, a importância decisiva do comportamento das caixas estatais em relação ao dinheiro. Aqui interessa, fundamentalmente, o aspecto *material* da validade do dinheiro, vale dizer, os reflexos da

¹⁷⁶ WEBER, 2000. p. 45-46.

¹⁷⁷ Como leciona Weber, “o capitalismo encontra-se presente onde quer que a provisão industrial das necessidades de um grupo humano seja executada pelo método da empresa, qualquer que seja a necessidade. Mais especificamente, um estabelecimento capitalista racional é um estabelecimento com contabilização do capital, isto é, um estabelecimento que determina seu potencial de rentabilidade [*income yielding power*] mediante cálculo segundo os métodos da contabilidade moderna e a elaboração de um balanço” (WEBER, 2003. p. 275. Tradução livre).

utilização do dinheiro pelo Estado sobre as expectativas quanto à sua validade como *meio de troca*¹⁷⁸.

A teoria estatal de Knapp e as considerações de Weber sobre a moeda têm o mérito de despertar a atenção para a importante relação existente, nos modernos Estados capitalistas, entre ordem jurídica, sistema monetário e estrutura fiscal do Estado. A *validade material* do dinheiro, para utilizar a terminologia de Weber, encontra-se decisivamente unida, nas economias modernas, a um complexo aparato estatal que estabiliza as expectativas a respeito da moeda e sustenta a sua validade. Todavia, não se deve concluir daí que o conceito de moeda encontre-se indelevelmente atado ao Estado. A complexidade da regulação monetária deriva precisamente da necessidade de compatibilizar as exigências fiscais e a gestão da economia com a criação *endógena*¹⁷⁹ de moeda pelo sistema financeiro e com a influência do mercado monetário internacional.

6.2. TEORIA SOCIAL DA MOEDA

Uma visão jurídica alternativa à proposta de Knapp foi oferecida por Arthur Nussbaum, um dos mais proeminentes defensores da *teoria social da moeda*, que expôs suas idéias, pela primeira vez, em volume publicado pouco após ter sido debelada a mais profunda crise monetária por que já passou a Alemanha¹⁸⁰.

A essência do conceito de dinheiro, para Nussbaum, reside na referência exclusiva e imediata de uma coisa fungível a uma *unidade ideal*¹⁸¹, que corresponde, na terminologia de Nussbaum, à função monetária de *unidade de conta*¹⁸². Nas palavras de Nussbaum, “esta unidade, individualizada com um nome próprio (marco, franco, lira etc.),

¹⁷⁸ WEBER, 2000. p. 111.

¹⁷⁹ Sobre a moeda endógena, cf. a nota de rodapé 28.

¹⁸⁰ NUSSBAUM, 1929 [1925]. Sobre a crise alemã de 1922-1923, cf. GALBRAITH, 1997. p. 146-157. Um estudo econômico a respeito da experiência de estabilização com o *Rentenmark* encontra-se em FRANCO, 1995. p. 99-126.

¹⁸¹ NUSSBAUM, 1929. p. 32-33.

¹⁸² A respeito da unidade de conta, cf. o item 2 desta dissertação.

não se origina das propriedades corpóreas da coisa utilizada em cada caso como dinheiro. Diversamente, constitui, para a consideração puramente lógica, o *prius* frente às coisas empregadas como dinheiro em particular (...). A essência do dinheiro é determinada por essa singular representação jurídica da personificação imediata da unidade ideal em uma coisa”¹⁸³.

Nussbaum entende que a referência à unidade ideal é fundamental para a compreensão do dinheiro e que constitui erro fazer repousar a caracterização do dinheiro na função de meio de pagamento, porque a idéia de meio de pagamento *pressupõe* a idéia de dinheiro¹⁸⁴. A unidade ideal, segundo Nussbaum, corporifica-se em objetos fungíveis por ele denominados *signos monetários*, que representam a face palpável e manuseável do dinheiro – em regra, peças metálicas e notas¹⁸⁵. Apenas se consideram signos monetários, contudo, aqueles objetos que mantêm uma relação *imediata* com a unidade ideal. Com essa exigência, Nussbaum afasta do conceito de dinheiro as coisas que guardam apenas mediata conexão com a unidade ideal. Assim, no exemplo de Nussbaum, títulos de crédito ou ações não constituem dinheiro, uma vez que se ligam imediatamente, conforme o caso, a um direito de crédito ou a uma participação societária, os quais, a seu turno, fazem referência à unidade ideal¹⁸⁶.

A proposição fundamental de Nussbaum é a de que a unidade ideal não precisa necessariamente ser fixada pelo direito estatal. Diversamente, ela pode resultar da

¹⁸³ NUSSBAUM, 1929. p. 32-33. Tradução livre.

¹⁸⁴ Ao vislumbrar na unidade ideal a essência do conceito de dinheiro, Nussbaum afasta-se da opinião jurídica corrente, que costuma atribuir maior relevância à função econômica de *meio de troca*. Tullio Ascarelli, por exemplo, após constatar a ausência de um conceito jurídico de dinheiro no ordenamento italiano, propõe a utilização, pelo direito, de um conceito econômico ao qual interessa que determinado bem seja correntemente usado como instrumento de troca. O autor italiano reconhece que, além da função de instrumento de troca, também existe uma função monetária atinente à medida do valor, mas salienta que elas não necessariamente se encontram reunidas no mesmo bem e que, dentre as duas, é a função de instrumento de troca que se deve considerar como prevalecente no conceito econômico (e, por conseguinte, jurídico) de dinheiro. Ascarelli, a propósito, supõe, assim como Nussbaum, que a caracterização do dinheiro independe de determinação estatal. Cf. ASCARELLI, 1952. p. 38-39.

¹⁸⁵ NUSSBAUM, 1929. p. 33.

¹⁸⁶ NUSSBAUM, 1929. p. 33.

“prática do comércio jurídico”, do “processo social” ou do “uso corrente”¹⁸⁷. A prática do comércio revela, segundo Nussbaum, o *processo psicológico constitutivo do dinheiro*, baseado no elemento da *confiança* e na totalidade dos fatores que servem de base à confiança¹⁸⁸. Na síntese que Nussbaum oferece, o dinheiro

“(…) poderá ser uma peça de ouro, de prata, de cobre, um bilhete de papel ou qualquer outra coisa. *Unicamente a relação da coisa-moeda com uma determinada ‘unidade ideal’* (dólar, libra, franco etc.) tem significação, sempre que seja considerada e tratada como moeda e não como uma simples peça de metal ou um pedaço de papel. A moeda (o objeto físico concreto) é, por conseguinte, uma coisa que, independentemente do material de que é composta, é dada e recebida pelo *uso corrente* como uma fração, equivalente ou múltiplo de uma unidade ideal”¹⁸⁹.

Nussbaum faz referência, como demonstração da tese social, ao fato de que existem situações históricas nas quais se verificou a monetização de determinados bens, independentemente do beneplácito estatal, ou, por outro lado, a desmonetização informal do dinheiro de emissão do Estado, nos casos em que o comércio passou a recebê-lo não por seu valor nominal, mas por seu valor real¹⁹⁰. Não nega, entretanto, a soberania monetária do Estado. Em *tempos normais*, afirma Nussbaum, o Estado é o senhor efetivo do tráfico monetário. A criação e a extinção de dinheiro fora da estrutura institucional do Estado ocorrem unicamente quando a moeda estatal não se mostra quantitativa ou qualitativamente adequada às necessidades do tráfico econômico¹⁹¹.

¹⁸⁷ NUSSBAUM, 1929. p. 44; NUSSBAUM, 1954. p. 12-18.

¹⁸⁸ NUSSBAUM, 1929. p. 45.

¹⁸⁹ NUSSBAUM, 1954. p. 18. Tradução livre. Grifos no original.

¹⁹⁰ NUSSBAUM, 1929. p. 47. São exemplos de moeda criada à revelia do Estado, segundo Nussbaum, a moeda de emergência (*Notgeld*) adotada durante a crise monetária alemã posterior à primeira guerra mundial; o peso mexicano empregado como moeda nas colônias americanas sob a designação de *trade-dollar*, para compensar a escassez de moeda inglesa; e as moedas de ouro de emissão privada utilizadas durante a corrida do ouro, na Califórnia, no período compreendido entre 1830 e 1864 (NUSSBAUM, 1954. p. 10-11). O caso de desmonetização informal apontado por Nussbaum é o dos *mandats territoriaux* emitidos na França em substituição aos *assignats* da revolução: os *mandats* eram negociados, já ao tempo de sua emissão, por valores equivalentes a 17% ou 18% de seu valor nominal (*op. cit.*, p. 11).

¹⁹¹ NUSSBAUM, 1929. p. 47-49.

É de se destacar, em favor de Nussbaum, o acerto da orientação consistente em fazer repousar a essência do dinheiro na função de *unidade de conta*. Essencial para a caracterização da moeda é, de fato, a existência de uma medida abstrata de valor econômico. Os meios de troca empregados na economia, como se verificará adiante¹⁹², apenas se consideram moeda graças à referência à unidade de conta.

Nussbaum anda igualmente bem, ademais, ao alertar que não existe qualquer condicionante lógico ou funcional que impeça a criação de moeda por entes privados. Semelhante possibilidade, aliás, não pode ser negada, tendo em vista que a história fornece vários exemplos de emissão de moeda por particulares.

Apresenta-se contra a teoria social, todavia, uma grave objeção: para a compreensão da moeda nas complexas economias contemporâneas, não basta afastar o aparato monetário estatal e fazer simplesmente repousar sobre os ombros do “uso corrente” o pesado fardo do atendimento de todas as expectativas concernentes à moeda. O afastamento puro e simples da estrutura monetária estatal é equivalente à admissão da desnecessidade de mecanismos institucionais para assegurar poder liberatório à moeda não emitida pelo Estado, carecendo-se, por conseguinte, de garantias de que a nova denominação não padecerá da mesma falta de confiança que eventualmente afeta a moeda estatal¹⁹³. Por conseguinte, a admissibilidade da teoria social, ao menos no que diz respeito às complexas economias contemporâneas, depende de que se demonstre a possibilidade de uma estrutura institucional não estatal que forneça às relações monetárias garantias que permitam estabilizar as expectativas de cada agente econômico a respeito da futura aceitação da moeda dentro de um território específico.

¹⁹² Sobre o assunto, cf. o item 8.1 desta dissertação.

¹⁹³ Nussbaum não chega a enfrentar essa questão, mas parece intuir sua relevância ao salientar que o dinheiro estatal é sempre aceito em *tempos normais*, ou seja, enquanto se mostra *quantitativa ou qualitativamente adequado às necessidades do tráfego*. Cf. NUSSBAUM, 1929. p. 49.

6. ESTADO E MOEDA

Expostas as abordagens jurídicas da teoria estatal e da teoria social sobre a moeda, parece adequado, nesse momento, investigar com maior profundidade as relações entre Estado e moeda nas economias contemporâneas. Como resulta da teoria estatal da moeda, *toda* atividade financeira estatal apresenta, em maior ou menor medida, reflexos sobre a validade do dinheiro, em especial nas economias que adotam moedas fiduciárias. Confiar na moeda, nos dias atuais, significa, fundamentalmente, confiar na disposição do Estado de validá-la adequadamente e em sua capacidade de se desincumbir a contento da gestão monetária e fiscal.

A teoria social, a seu turno, chama atenção para a possibilidade de produção de moeda por entidades distintas do Estado, de modo que não se pode afirmar que a regulação estatal constitua elemento indispensável para o conceito de moeda. Distintamente, tudo indica que as atividades estatais relacionadas à regulação da moeda, nas sociedades contemporâneas, devem-se a razões históricas e não a imperativos funcionais ligados à essência da moeda.

As relações entre Estado e moeda nas sociedades contemporâneas resultam de circunstâncias históricas muito peculiares, que ensejaram o surgimento de economias capitalistas caracterizadas, por um lado, pela administração burocrática e pelo desenvolvimento do aparato fiscal do Estado e, por outro lado, pela progressiva autonomia do sistema econômico, estruturado em torno da empresa capitalista racional¹⁹⁴. Uma análise mais acurada do desenvolvimento da moeda sugere que os poderes monetários do

¹⁹⁴ Sobre o assunto, WEBER, 2003. p. 275-369.

Estado derivaram, de maneira geral, das necessidades históricas de financiamento da autoridade política e, mais modernamente, de variados objetivos de política econômica¹⁹⁵.

A emissão e a regulação da moeda constituem monopólio estatal assegurado pela grande maioria das constituições contemporâneas¹⁹⁶. Semelhantes prerrogativas são justificadas como facetas características do poder soberano, de maneira que, na maioria dos ordenamentos jurídicos contemporâneos, autoridade política e validade da moeda encontram-se umbilicalmente atadas. Não obstante, parece incorreto fundamentar o monopólio estatal em argumentos funcionais atinentes à manutenção do poder de compra da moeda. Interessa para a validade do dinheiro, somente, que exista uma estrutura institucional capaz de estabilizar as expectativas a respeito da futura aceitação do dinheiro pelos agentes econômicos, e não há evidências de que semelhante estrutura necessite derivar precisamente da atuação estatal. A grande vantagem da gestão monetária pelo Estado, na verdade, diz respeito à possibilidade de ser utilizada como um instrumento de política econômica, suscetível de emprego para a persecução de interesses públicos dos mais diversos matizes, indicados em procedimentos democráticos.

A história fornece pródigos exemplos de uso do monopólio estatal de emissão do dinheiro para a satisfação de finalidades distintas da mera manutenção do poder de compra. David Glasner, em estudo em que propõe uma teoria evolucionária do

¹⁹⁵ Como afirma Dodd, “se a relação entre o dinheiro e o Estado é abordada de uma perspectiva histórica, pode-se demonstrar que a administração monetária não tem sido um recurso menos importante para o Estado nacional, dadas as suas necessidades fiscais, do que o foi a autoridade política do Estado para a validação do dinheiro. Aliás, é bastante provável que a utilização pelo Estado de seus privilégios no tocante à emissão e validação de dinheiro se tenha dado com freqüência à custa da estabilidade monetária” (DODD, 1997. p. 76).

¹⁹⁶ Cf., por exemplo, o art. 1º, seção 8, da Constituição dos Estados Unidos da América, e o art. 75, al. 6 e 11, da Constituição da República Argentina. Constituem exceção, na atualidade, os países que integram a união monetária européia, cujas constituições foram alteradas para permitir a emissão de moeda pelo Banco Central Europeu; mesmo nesse caso, contudo, parece ter ocorrido uma transferência de poderes soberanos para uma entidade supranacional. A união monetária européia consiste em sistema monetário amparado em uma estrutura supranacional de gestão monetária (o Sistema Europeu de Bancos Centrais), que atua conjuntamente com políticas econômicas específicas de cada Estado-membro. O Sistema Europeu de Bancos Centrais segue o princípio federativo: contém um ingrediente central (o Banco Central Europeu) e um ingrediente regional (os bancos centrais dos Estados-membros que adotaram o Euro). Sobre o assunto, cf. LHONEUX, 2005.

monopólio estatal sobre a moeda¹⁹⁷, relata de que maneira as autoridades políticas passaram a reservar para si o controle da cunhagem tão logo perceberam que o potencial emprego da depreciação do dinheiro como meio de financiamento imediato poderia ser utilizado por seus oponentes para custear tentativas de tomada do poder. Uma acentuada depreciação monetária, de fato, gera significativos retornos caso seja imposta inesperadamente (ou seja, contrariando expectativas anteriores de estabilidade monetária). Tais retornos resultam dos ganhos com a *senhoriagem*¹⁹⁸ e da desvalorização da moeda com a qual o emissor deve pagar suas dívidas.

O objetivo de Glasner é demonstrar como o monopólio estatal de emissão consolidou-se historicamente como um instrumento ligado à defesa do soberano contra ameaças internas e externas, e não, como sustentam as teorias econômicas ortodoxas, em virtude de imperativos técnicos atinentes à eficiência da moeda como instrumento de troca¹⁹⁹. Glasner desenvolve, com esse objetivo, argumentação segundo a qual depreciações inesperadas da moeda poderiam, em situações de emergência (geralmente guerras ou convulsões internas), gerar retornos elevados e imediatos, sem os inconvenientes da tributação ou do endividamento. Uma vez que os ganhos dependiam da imprevisibilidade das depreciações²⁰⁰, os governantes investiam, em tempos de paz, numa tradição de estabilidade monetária, de maneira a possibilitar a maximização dos ganhos nas eventuais crises. “Por aumentar seu controle sobre recursos em tempos de guerra”, esclarece Glasner, “Estados que investiam no valor de seu monopólio sobre o dinheiro em

¹⁹⁷ GLASNER, 1998.

¹⁹⁸ O termo *senhoriagem* (*seigniorage*) expressava, originalmente, a quantidade de metal precioso que era retida pelo detentor dos direitos de cunhagem ao converter em moeda os metais que lhe eram trazidos. A quantidade retida excedia em certa medida os custos da cunhagem, gerando lucro para o emissor (NUSSBAUM, 1954. p. 45). Hoje o termo é utilizado para designar os ganhos obtidos pelo emissor da moeda em virtude do aumento de seu poder de compra e dos efeitos, sobre o seu balanço, da depreciação dos passivos monetários.

¹⁹⁹ GLASNER, 1998. p. 22-23.

²⁰⁰ Pois, do contrário, os súditos adequariam suas condutas à expectativa de desvalorização, passando a empregar formas de capital alternativas, não sujeitas (ou menos sujeitas) à depreciação.

tempos de paz aumentavam suas chances de sobreviver em competição militar com Estados que depreciavam o valor de seu monopólio em tempos de paz (...). Uma espécie de evolução social, portanto, selecionou o monopólio estatal sobre o dinheiro como uma instituição política quase universal”²⁰¹.

A evolução do sistema bancário trouxe relativa redução de importância para o monopólio sobre a emissão de dinheiro, tendo em vista que a moeda bancária passou a concorrer com a moeda do soberano. Compreendendo-se, todavia, que os bancos privados poderiam não apenas promover o desenvolvimento econômico, mas também abrir, aos governos, novas fontes de financiamento, a reação mais comum consistiu na concessão de monopólios a bancos privados, em troca de participação nos lucros daí resultantes. Assim como ocorreu com o monopólio da moeda, conclui Glasner, os monopólios bancários foram instituídos não como meio para aperfeiçoar o sistema monetário, mas para atender às necessidades de financiamento do soberano²⁰².

Naturalmente, os interesses concretos que conduziram ao surgimento do monopólio estatal sobre a moeda não são – ou não são na mesma medida – válidos nos dias atuais. Modernos sistemas monetários, administrados centralizadamente por entidades estatais, surgiram no complexo processo histórico de consolidação das economias capitalistas, que compreendeu a expansão da empresa privada, a ampliação do poderio

²⁰¹ GLASNER, 1998. p. 36. Tradução livre. Glasner considera insustentável o argumento de que os soberanos poderiam preferir depreciar continuamente a moeda, de modo a obter uma fonte permanente de recursos, por três razões: em primeiro lugar, o sistema bancário reduziria em boa parte os ganhos da senhoriação, por antecipar-se à depreciação da moeda e oferecer depósitos remunerados que seriam certamente preferidos à posse de moeda não remunerada e de valor decrescente; em segundo lugar, a utilização constante da depreciação da moeda reduziria seu potencial de financiamento em caso de emergências; finalmente, uma inflação permanente, nos termos de um modelo de equilíbrio geral, seria inerentemente ineficiente. *Op. cit.* p. 32-34.

²⁰² GLASNER, 1998. p. 28. O exemplo analisado pelo autor é o da criação do Banco da Inglaterra. É interessante anotar que, à semelhança do exemplo britânico, também o estabelecimento do primeiro Banco do Brasil decorreu, em especial, da necessidade de saldos em dinheiro devida às novas despesas governamentais causadas pela guerra no sul do país e pelas expedições. O próprio Príncipe Regente, no ato de criação do banco, ressaltou a necessidade de uma instituição que pudesse financiar as altas despesas do governo. Cf. PELÁEZ E SUZIGAN, 1976. p. 40.

militar dos Estados e o aperfeiçoamento de sua administração fiscal. O aparecimento dos sistemas monetários estatais, além da óbvia concentração de poderes na autoridade política, forneceu condições ideais para o desenvolvimento da empresa capitalista racional e deu ensejo, posteriormente, à utilização da regulação monetária como instrumento de planejamento macroeconômico. Como Glasner indica, hoje os privilégios de emissão e de regulação do valor da moeda são utilizados preferencialmente para fins de estabilização macroeconômica ou como ferramentas para a promoção de altos níveis de emprego e de crescimento econômico²⁰³.

O estudo de Glasner sugere que o monopólio surgiu e se consolidou por razões distintas do interesse em preservar o valor da moeda ou em ampliar a eficiência da economia. Ao revés, freqüentemente foi utilizado para sacrificar a estabilidade monetária em prol de objetivos diversos do soberano, como a manutenção do poder político e o financiamento de campanhas bélicas. Dificilmente se sustentam, portanto, as abordagens ortodoxas da moeda que a encaram como um meio de troca inerentemente neutro, cuja existência é justificada pela necessidade de ampliar a eficiência da economia real. A moeda nunca é neutra: controle sobre o processo de sua criação significa controle sobre uma fonte de poder. Esse aspecto deverá tornar-se mais nítido na análise empreendida no próximo capítulo.

²⁰³ GLASNER, 1998. p. 40. Nas palavras de Jairo Saggi, “se, inicialmente, o objetivo dos governantes era apenas arrecadar a *senhoriagem* – originalmente, o direito que se pagava ao rei pela cunhagem da moeda –, com o desenvolvimento do Estado social, a moeda passa a ter uma função diferente na influência no nível da atividade econômica e no investimento nacional. Para tanto, o uso da moeda e de instrumentos para controlá-la passa a ser exigido, especialmente tendo em vista os objetivos de política econômica” (SAGGI, 1997. p. 48. Grifo no original).

CAPÍTULO 3

ESTUDO DA MOEDA SOB A ÓTICA DAS CIÊNCIAS SOCIAIS

7. PROPRIEDADES MÍNIMAS DA MOEDA: APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA

Uma das características mais marcantes das sociedades contemporâneas é a existência de sistemas econômicos que apresentam certa autonomia em relação aos contextos éticos subjacentes²⁰⁴. Aparentemente, a orientação das condutas dos agentes econômicos de maneira desvinculada dos padrões discursivos de interação social depende da atuação da moeda como meio de coordenação do agir em mercado. Desenvolve-se, no presente trabalho, a tese de que, para permitir a harmonização, em mercado, das condutas individuais egoístas dos agentes econômicos, nas economias contemporâneas, a moeda precisa ostentar certas *propriedades mínimas*. Diz-se que as propriedades da moeda são *mínimas* no sentido de que, apesar de insuficientes para a descrição das inúmeras modalidades monetárias concretas, tais propriedades devem ser, em alguma medida, apresentadas pela moeda em qualquer economia contemporânea, caso se pretenda que ela permita a integração em mercado dos agentes econômicos.

A empreitada que ora se propõe, ao que tudo indica, sequer é posta no âmbito das teorias econômicas ortodoxas. A estratégia analítica empregada pelas teorias ortodoxas, como se verificou, procura descrever a natureza da moeda a partir da enumeração das funções monetárias (meio de troca, unidade de conta e reserva de valor, com ênfase na primeira)²⁰⁵. Embora não se possa afirmar que as funções monetárias sejam

²⁰⁴ A característica definidora das modernas economias capitalistas, segundo Weber, consiste precisamente na substituição dos padrões tradicionais para a satisfação de necessidades econômicas por um sistema em que a provisão de tais necessidades depende, de maneira decisiva, da ação de mecanismos de mercado que se orientam exclusivamente pelo cálculo racional de capital (WEBER, 2003. p. 275-278).

²⁰⁵ Cf. o item 2 desta dissertação.

irrelevantes para a caracterização da moeda, a estratégia analítica ortodoxa parece encontrar problemas para identificar as propriedades mínimas que permitem à moeda atuar como meio para a coordenação de condutas no seio do sistema econômico. Por se concentrarem na atuação da moeda na intermediação de trocas, tais teorias não esclarecem de maneira adequada como a moeda é efetivamente produzida e utilizada pelos agentes econômicos, nem analisa a contento as relações sociais que lhe permitem existir e incorporar valor.

O fracasso das teses econômicas ortodoxas provém em parte, na visão de Nigel Dodd, da adoção de feições próprias de modalidades monetárias concretas como características universais da moeda. Em estudo dedicado à sociologia do dinheiro, Dodd sugere, para sanar a referida deficiência, que se empregue uma abordagem teórica rigorosa, dirigida às características *essenciais* da moeda e capaz de efetuar “distinção explícita entre asserções analíticas sobre as propriedades essenciais do dinheiro em geral e argumentos substantivos acerca das características de modalidades monetárias específicas”²⁰⁶.

Os propósitos do presente texto são bem mais modestos do que os do estudo de Dodd. Ao passo que Dodd procura desvendar as feições *universais* da moeda, que seriam ostentadas em qualquer contexto histórico, basta para esta investigação identificar as *propriedades mínimas* que permitem que a moeda atue como instrumento para a coordenação de condutas dos agentes econômicos *nas sociedades contemporâneas*. As ciências sociais podem fornecer interessantes esclarecimentos sobre o assunto, os quais permitem compensar algumas insuficiências detectadas nas abordagens econômicas ortodoxas da moeda. Procede-se a seguir, com esse objetivo, à investigação das propriedades da moeda sob o ponto de vista de certos estudos monetários encetados no âmbito das ciências sociais.

²⁰⁶ DODD, 1997. p. 240.

8. REPRESENTAÇÃO ABSTRATA DE VALOR ECONÔMICO

8.1. UNIDADE DE CONTA E CÁLCULO MONETÁRIO

Uma interessante contribuição de determinados estudos sobre a moeda, no âmbito das ciências sociais, consiste na alteração do foco analítico da função monetária de *intermediação de trocas* para a função de *unidade de conta*. A primeira propriedade que a moeda deve ostentar é a capacidade de representação abstrata de valor econômico. Direcionar o estudo da moeda ao instrumento concretamente empregado na intermediação de trocas, como fazem as teorias econômicas ortodoxas, pode ser pouco produtivo, caso não se tenha presente a circunstância de que *a existência de uma unidade de conta* (ou seja, de um índice abstrato de valor econômico) *é logicamente anterior a qualquer meio de pagamento específico*²⁰⁷.

Parece muito pouco provável que, na hipotética economia pré-monetária, tão cara aos manuais de economia²⁰⁸, um dos produtos negociados em escambo pudesse simplesmente se afirmar como intermediário comum de trocas em meio a multitudinárias relações de permuta baseadas em preferências individuais²⁰⁹, a menos que já se dispusesse do conceito de um padrão abstrato de valor ao qual se referissem todas as mercadorias, inclusive aquela que viria a ser escolhida como intermediária de trocas²¹⁰. É de se referir, além disso, que meios convenientes para o intercâmbio de mercadorias podem existir independentemente da relação monetária, de modo que nem todo meio de troca consiste em moeda.

²⁰⁷ Esse é o entendimento de Ingham: “A unidade de conta é logicamente anterior a qualquer forma de moeda que incorpora o valor abstrato (...). A ‘moedicidade’ é *conferida* pela unidade de conta, não pela forma da moeda” (INGHAM, 2005. p. 70. Tradução livre. Grifo no original).

²⁰⁸ Cf., por exemplo, a descrição da economia pré-monetária em LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 15-18. Nesse relato, além de descreverem a suposta organização econômica das sociedades pré-monetárias, Lopes e Rossetti indicam o aumento da complexidade da economia de escambo como fator de marcada importância para o surgimento de um meio de troca indireta (a moeda).

²⁰⁹ Clássico relato a respeito do surgimento da moeda a partir da afirmação de determinada mercadoria (via de regra, um metal precioso) como meio de troca de uso comum é encontrado em SMITH, 1991. p. 29-35.

²¹⁰ Ingham, aliás, indica evidências históricas da precedência cronológica da unidade de conta em relação aos meios de troca (cf. INGHAM, 2005. p. 90-96). O mesmo ocorre em WRAY, 2003. p. 47-52.

Ao que tudo indica, a essência da moeda deve ser procurada na *unidade de conta*, e não nos meios concretamente empregados na troca de mercadorias. Como se verificará a seguir, as demais funções monetárias *pressupõem* a existência da unidade de conta, ou seja, um índice abstrato de valor econômico²¹¹.

Os *meios de troca* apenas se consideram moeda graças à referência a um índice abstrato de valor. Os meios de troca concretos não passam de suportes materiais que incorporam unidades abstratas de valor econômico. A não ser pela vinculação conceitual dos meios de troca à unidade de conta, as trocas monetárias em nada se distinguem do escambo. Assim, por exemplo, a troca de um cavalo por ouro apresenta feições absolutamente diferentes a depender do sentido que se atribua ao ouro (ou ao cavalo). Caso o ouro (ou o cavalo) seja considerado como meio para o armazenamento de valor econômico (ou seja, um meio concreto que incorpora unidades monetárias de valor abstrato), a troca em questão considera-se compra e venda. Caso, contudo, exista um instrumento distinto para o armazenamento de valor econômico, o ouro e o cavalo consideram-se mercadorias idênticas às demais, de modo que seu intercâmbio representa mera permuta, e não troca monetária.

A importância da unidade de conta para a caracterização da moeda resulta mais evidente, como salienta Ingham, quando se dedica atenção à multiplicidade e à

²¹¹ Nigel Dodd, a propósito, indica que, dentre as três funções monetárias, a função de *unidade de conta* é a única que se encontra *universalmente* presente nas modalidades monetárias concretas (Dodd chama de modalidades monetárias concretas os ativos de variada liquidez que integram os agregados monetários, aí compreendendo-se, além da moeda manual, diversos instrumentos financeiros). As demais funções monetárias, segundo Dodd, são preenchidas pelas modalidades monetárias concretas em maior ou menor medida, de modo que a definição de cada modalidade deve levar em conta as relações entre as funções de meio de troca e de reserva de valor: “Uma vez aceito que nenhuma modalidade monetária moderna é capaz de preencher todas as funções monetárias potenciais, a tarefa de definir o dinheiro nesse contexto deve concentrar-se em duas funções específicas, a saber, a de meio de troca e a de reserva de valor. Todos os instrumentos financeiros e monetários, afinal, são expressos em uma unidade de conta abstrata. A relação entre essas duas funções, ou melhor, entre os graus de eficiência com que um determinado instrumento monetário ou financeiro as preenche, tende a ser inversamente proporcional” (DODD, 1997. p. 22).

dissociação dos instrumentos concretamente empregados para a reserva e o transporte de valor. Nas palavras do referido autor,

“o fato de que a ‘moedacidade’ é atribuída pela unidade de conta torna-se mais claro quando se leva em consideração tanto a *multiplicidade* quanto a *dissociação* das “coisas-dinheiro”. A medida (unidade de conta), meio de pagamento para a quitação de dívidas, e quaisquer meios de troca não precisam estar integrados em uma única forma – como na cunhagem. Mesmo tão tarde quanto no século dezenove, a libra esterlina era representada por um leque de meios – soberanos de ouro, múltiplas notas bancárias, letras de câmbio nacionais, moedas locais de cobre. ‘A libra como uma abstração era constituída precisamente por sua capacidade para assumir essas formas heterogêneas’ (Rowlinson 1999: 64-5). Hoje, muitos meios coexistem: moeda manual, cartões plásticos, cheques, sinais magnéticos em discos de computador e assim por diante”²¹².

A relevância da unidade de conta para a caracterização da moeda é patente, ademais, no instituto jurídico da *compensação*²¹³, que apresenta crescente destaque nos modernos sistemas de pagamentos²¹⁴. A compensação constitui expressivo exemplo de operação monetária que pressupõe a unidade de conta e dispensa a presença de um meio de troca: sua realização é assegurada pela possibilidade de cancelamento contábil de créditos denominados em uma unidade de conta específica.

De maneira semelhante, também a função monetária de *reserva de valor* pressupõe a referência à unidade de conta e prescinde, eventualmente, da existência de um meio de troca. A reserva de valor, aliás, sequer é privativa da moeda, pois, como já se

²¹² INGHAM, 2005. p. 71. Tradução livre. Grifos no original.

²¹³ “As pessoas podem ter dívidas recíprocas. O fato não teria maior significado se a lei não determinasse, ou permitisse, o encontro dessas dívidas, com o fim de extingui-las, até a concorrente quantia. A esse modo de extinção dos créditos chama-se *compensação*” (GOMES, 1996b. Grifo no original).

²¹⁴ O emprego da compensação aumenta consideravelmente a liquidez e a eficiência do sistema de pagamentos. Um conjunto de recomendações para a elaboração dos sistemas de pagamento nas sociedades contemporâneas, conhecido como “princípios fundamentais para sistemas de pagamentos sistemicamente importantes” (“core principles for systemically important payment systems”) encontra-se em BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2005.

observou²¹⁵, há outros ativos, financeiros e não financeiros, igualmente aptos ao armazenamento de valor econômico, não raro com eficiência superior à da moeda. Existem, contudo, determinadas hipóteses de reserva de valor que são inegavelmente monetárias e que, ainda assim, dispensam o emprego de um meio de troca, como os lançamentos contábeis nos livros de uma instituição financeira.

O acúmulo de instrumentos de troca, destarte, não é conceitualmente indispensável para a reserva de valor econômico e para o entesouramento que ela torna possível. Ao armazenamento de valor basta a possibilidade de apropriação individual de unidades de valor econômico cuja existência se prolonga no tempo, ainda que tais unidades não sejam representadas senão por registros contábeis²¹⁶. A função monetária de reserva de valor decorre, portanto, da *permanência* da unidade de conta.

Max Weber, a propósito, salienta a relevância da existência de um índice abstrato de valor econômico para o desenvolvimento da ação econômica racional, a despeito da prevalência teórica concedida à função de intermediação de trocas no conceito weberiano de dinheiro²¹⁷. A unidade de conta é necessária para a realização do *cálculo monetário*, ou seja, a possibilidade de estimar monetariamente todos os bens e serviços suscetíveis de troca, que Weber considera a mais importante consequência primária do uso típico do dinheiro²¹⁸. O dinheiro é, nesse sentido, o meio de cálculo econômico *formalmente* mais racional. Semelhante racionalidade expressa-se nas seguintes possibilidades: (a) estimação dos bens econômicos segundo a situação de mercado atual ou esperada; (b) averiguação numérica das possibilidades e dos resultados da ação econômica na forma de um cálculo de custos e rendimentos; (c) comparação periódica do

²¹⁵ Cf. o item 2 desta dissertação.

²¹⁶ Também a existência de registros contábeis, diga-se de passagem, pressupõe unicamente a unidade de conta. Esse ponto será esclarecido a seguir.

²¹⁷ Nas palavras de Weber, “denominamos *dinheiro* um meio de pagamento cartal que serve de meio de troca” (WEBER, 2000, p. 46. Grifo no original).

²¹⁸ WEBER, 2000, p. 49.

conjunto de bens e de possibilidades disponíveis em relação aos que existiam no começo do período; (d) estimação prévia e averiguação posterior das entradas e saídas consistentes ou calculáveis em dinheiro; e (e) orientação dos agentes econômicos pelos dados *sub* (a) a (d), para a satisfação de suas necessidades, segundo o princípio da utilidade marginal²¹⁹.

A possibilidade de cálculo em dinheiro constitui pressuposto técnico para a *mercantilização* de todos os bens²²⁰, inclusive os fatores de produção (terra, trabalho e organização da produção), com a conseqüência de que o fornecimento de bens (agora transmutados em mercadorias) desvincula-se dos contextos éticos subjacentes e submete-se à lógica do mercado. Uma das mais marcantes características dos sistemas econômicos nas sociedades contemporâneas é a parcial substituição dos padrões tradicionais e discursivos de integração social pelo cálculo racional em dinheiro, que, segundo Weber, orienta-se “pelas oportunidades de preços provindas da luta (luta de preços e de concorrência) e de compromisso entre interesses diversos que ocorrem no mercado”²²¹.

A rentabilidade das atividades econômicas numa economia capitalista depende dos preços que os consumidores *podem e querem* pagar. Como salienta Weber, “a satisfação das necessidades deixa de se realizar não apenas quando há necessidades (*próprias*) mais urgentes, mas também quando existe capacidade aquisitiva (*alheia*) mais

²¹⁹ WEBER, 2000. p. 53.

²²⁰ Mercantilizar, esclarece Castro, significa, do ponto de vista jurídico, “transformar um tipo de bem específico – por exemplo, um antibiótico, a água potável, serviços de educação, uma inovação tecnológica, um tratamento dentário, uma obra de arte, um imóvel residencial – em mercadoria, ou seja, em *uma prestação de utilidade a que corresponda uma prestação pecuniária*, estabelecida contratualmente mediante negociação privada, de maneira mais ou menos isenta da operação do devido processo legal e seu ancoramento democrático (permanecendo, assim, os contratos sem incidência do principal mecanismo de fúducia política)”. O referido autor identifica ainda, em conexão com a mercantilização, o fenômeno da *financeirização*, que consiste em “subordinar, sobretudo por meio da interconectividade contratual, a determinação das prestações pecuniárias da economia real à especulação praticada em mercados financeiros, incluindo (no caso da ‘financeirização aberta’, resultante do cancelamento dos controles cambiais a partir da década de 1970) os mercados internacionais (bolsas de valores e de mercadorias ou mercados financeiros privados, não adequadamente alcançados pela regulamentação pública”. (CASTRO, 2005. item 5.1).

²²¹ WEBER, 2000. p. 57.

forte do que a própria, com respeito a necessidades de *todas* as espécies”²²². O cálculo monetário torna possível o controle do acesso às utilidades produzidas pelo sistema econômico por meio do *mecanismo do preço*. Com isso, afirma Weber, a direção do abastecimento em dinheiro e em bens e serviços passa a ser determinada “pelas diferenças entre os diversos interessados na troca” (tendo em vista que “só são e podem ser satisfeitas as necessidades com *poder aquisitivo*”), e a escolha das necessidades a serem atendidas mediante a obtenção de bens torna-se inteiramente dependente da rentabilidade, com abstração de considerações de qualquer outra espécie²²³.

Deve-se frisar a proeminência da capacidade de orientação racional do agir proporcionada pela moeda para o desempenho da atividade administrativa racional pela burocracia estatal. A possibilidade de orientação formalmente racional do agir com o emprego da moeda não se restringe aos agentes econômicos em mercado, mas alcança, naturalmente, também a atividade financeira do Estado. O cálculo monetário é essencial, em particular, para as gestões fiscal e monetária e para o planejamento estatal da ordem econômica. Assim como ocorre com o agir econômico em mercado, a racionalização da atividade da burocracia estatal acarreta certa abstração em relação a valores e interesses próprios aos contextos éticos e sociais.

8.2. MOEDA COMO FERRAMENTA INCORPÓREA PARA A PERSECUÇÃO RACIONAL DE FINS

Uma boa compreensão do significado da moeda para os agentes econômicos, como se verifica, deve partir de sua inserção em condutas teleológicas ou, para empregar a nomenclatura cunhada por Weber, em ações determinadas de modo

²²² WEBER, 2000. p. 58. Grifos no original.

²²³ WEBER, 2000. p. 58.

*racional referente a fins*²²⁴. As lições de Georg Simmel são, a propósito, particularmente instrutivas. A moeda, segundo Simmel, é utilizada pelos agentes econômicos, exceção feita a alguns casos desviantes²²⁵, em ações instrumentais dirigidas à realização de fins, nomeadamente a aquisição de bens. Ela integra-se na *cadeia de propósitos humanos* e confere ao seu detentor extensas possibilidades relativas à apropriação de objetos do desejo.

Simmel afirma que as condutas direcionadas pela *representação de fins*, distintamente das ações causalmente determinadas, refletem uma *interação consciente entre sujeito e objeto*. A conduta finalística, segundo Simmel, não se conclui com a mera convolação da ação em resultado. Embora dirigida a um resultado objetivo, ela se exaure apenas com a reação do resultado sobre o sujeito e do sujeito sobre o resultado²²⁶, de tal maneira que o mecanismo que existe entre a vontade e a sua satisfação – o *meio* – constitui simultaneamente um laço e uma separação entre elas²²⁷.

Na conduta finalística é possível identificar, por conseguinte, o *caráter dúplice dos meios*. Nela experimentamos simultaneamente a resistência da realidade externa e a energia que supera a resistência. Os meios conectam-se entre si e possibilitam a realização de propósitos num arco que encontra o começo e o fim em nossa consciência, de tal maneira que a cadeia teleológica apenas pode ocorrer caso as conexões causais entre seus elementos sejam apreendidas pelo agente. Dessa maneira, embora a possibilidade

²²⁴ A ação racional referente a fins concentra-se na adequação entre meios e fins e na escolha entre alternativas em vista de valores pré-definidos. Sobre o assunto, WEBER, 2000. p. 15-16.

²²⁵ Simmel estuda com acuidade algumas situações em que a moeda deixa de ser tratada como *instrumento* e passa a ser encarada como um *fim em si* ou como *padrão absoluto*: cobiça e avareza, extravagância, pobreza ascética, cinismo e atitude *blasé*. Semelhantes casos, entretanto, não chegam a infirmar o caráter instrumental da moeda; são analisados por Simmel para mais bem explicitar o seu sentido. Sobre as referidas situações, cf. SIMMEL, 2004. p. 238-257.

²²⁶ SIMMEL, 2004. p. 204-205.

²²⁷ SIMMEL, 2004. p. 207.

lógica e factual da cadeia teleológica dependa de relações causais, sua possibilidade psicológica, afirma Simmel, resulta da persecução de uma finalidade²²⁸.

O *meio* (ou *instrumento*) é, portanto, um expediente racionalmente dirigido à concretização de um fim. Simmel esclarece que alguns instrumentos disponíveis no espectro de opções para a persecução racional de fins apresentam-se de forma *intensificada*: são *ferramentas*, forjadas por nossas próprias forças e inteiramente devotadas aos nossos propósitos. A existência e a forma das ferramentas são predeterminadas pelo fim; elas são, em síntese, *meios absolutos*, pois lhes falta a relativa independência que é característica dos fins²²⁹.

A moeda, afirma Simmel, é uma ferramenta incorpórea (uma instituição social), mas não uma ferramenta qualquer; é o *mais puro exemplo de ferramenta*. Sua *pureza* deriva do fato de que ela não se encontra intrinsecamente relacionada à concretização de qualquer propósito específico. A moeda é totalmente indiferente aos objetos, pois é deles separada pelo fato da troca. “A moeda é a mais pura reificação do meio, é um instrumento concreto que é absolutamente idêntico ao seu conceito abstrato; é um puro instrumento”²³⁰.

Na moeda, diz Simmel, ocorre a realização específica do que é comum aos bens econômicos, ou seja, o *valor*. A relatividade das estimações dos bens econômicos, que dependem das relações de intercâmbio com os demais, cristaliza-se na moeda, que se torna símbolo e expressão do valor, nada mais do que “aquilo que é valioso”. Inversamente ao que ocorre com os demais bens econômicos (cujo valor é determinado por seu conteúdo

²²⁸ SIMMEL, 2004, p. 207-208.

²²⁹ SIMMEL, 2004, p. 209.

²³⁰ SIMMEL, 2004, p. 210-211. Tradução livre.

específico), o conteúdo da moeda deriva de seu valor; ela é *valor das coisas sem as coisas em si*²³¹. A moeda é, dessa maneira, um *símbolo abstrato de valor econômico*²³².

Na lição de Simmel, a moeda, como valor abstrato, não expressa mais do que a relatividade do valor das coisas. Por incorporar a medida de valor de todos os bens, ela sublima o valor econômico e parece escapar à relatividade das relações de troca²³³. Desse ângulo de visada, a moeda apresenta-se como denominador comum para a profusão de valores econômicos e constitui, assim, um pólo de estabilidade em meio à infinita relatividade. No entanto, o dinheiro apresenta certas qualidades que, a despeito de resultarem da função de símbolo de valor, fazem dele um objeto em mercado, imerso em ciclos negociais, mudanças quantitativas e movimentos autônomos²³⁴. Sob essa perspectiva, as expressões monetárias concretas demonstram-se passíveis de apropriação privada, de troca e de armazenamento, com o que se tornam, igualmente, sujeitas à mensuração e às oscilações de valor²³⁵. Vem daí, para Simmel, o *dúplice papel da moeda* na economia: ela é, simultaneamente, parâmetro de valor e coisa valorada; é unidade abstrata de conta e meio concreto de troca, reserva e transporte de valor. O dinheiro, na síntese de Simmel, “é uma dessas idéias normativas que obedecem às normas que elas mesmas representam”²³⁶.

²³¹ SIMMEL, 2004. p. 119-121.

²³² O eventual suporte material não integra a essência da moeda, que é conferida, segundo Simmel, pelas organizações sociais e pelas normas supra-subjetivas que fazem da moeda uma ferramenta para usos infinitamente diversos. Cf. SIMMEL, 2004. p. 210.

²³³ SIMMEL, 2004. p. 121.

²³⁴ SIMMEL, 2004. p. 125.

²³⁵ SIMMEL, 2004. p. 121-123.

²³⁶ SIMMEL, 2004. p. 122. Aglietta e Orléan, partindo embora de pressupostos teóricos distintos, enxergam na moeda dualidade assemelhada: “Enquanto elo social, soberanamente instituído, a moeda não pode ser apropriada. Mas esse elo social não suprime a violência. Ao contrário, esta última vem se alojar na instituição monetária, decorrente da necessidade de apropriação privada da moeda. Ora, toda apropriação privada obedece à lei do número. Enquanto instituição soberana, a moeda escapa a essa lei; enquanto objeto de apropriação privada ela lhe obedece. Essa contradição não pode ser resolvida; ela pode apenas ser gerida, o que promove a conduta de uma política monetária” (AGLIETTA E ORLÉAN, 1990. p. 71).

Como se infere da exposição do sociólogo alemão, o dinheiro, em sua abstração, é, num certo sentido, efetivamente *neutro*: o mais puro exemplo de ferramenta presta-se para a persecução de qualquer fim desejado, não apresenta finalidades inerentes e funciona imparcialmente como intermediário na cadeia de propósitos humanos²³⁷.

A neutralidade da moeda em relação aos propósitos humanos, todavia, não deve ser confundida com a neutralidade técnica ou política do dinheiro²³⁸. Curiosamente, da *neutralidade* do dinheiro como ferramenta, na acepção proposta por Simmel (que consiste, como se viu, na independência da moeda em relação aos fins que pode atingir), provém a *ausência de neutralidade técnica ou política* do dinheiro, no sentido da teoria econômica neoclássica. Isso ocorre porque a neutralidade da moeda em relação aos mais diversos propósitos humanos reveste-a de um *potencial de outorga de poder* ao seu detentor²³⁹. Essa percepção é incompatível com o entendimento que reduz a moeda a um simples meio técnico para a intermediação de trocas: se a moeda confere poder ao seu detentor e distribui-se desigualmente entre os agentes econômicos, não deve ser encarada como um instrumento neutro que se define apenas pela eficiência para a realização de trocas de bens e serviços.

Uma ferramenta, esclarece Simmel, é tão mais valiosa quanto mais usos ela apresenta. A idoneidade para o atendimento de propósitos mais extensos, todavia, apenas é obtida com a progressiva abstração da ferramenta: ela deve tornar-se “neutra e incolor, mais objetiva em relação a interesses específicos e mais distante de qualquer

²³⁷ SIMMEL, 2004. p. 211. A impressão é confirmada por Dodd: “O dinheiro não possui qualidades e motivos que condicionam o modo e o motivo pelos quais ele deve ser usado. (...) A indeterminação do dinheiro é seu único aspecto definidor” (DODD, 1997. p. 233). Aí reside, segundo Dodd, o aspecto definidor da *inerente transparência* da moeda como instrumento econômico (*op. cit.* p. 241).

²³⁸ Sobre a tese da neutralidade técnica e política da moeda, na teoria econômica neoclássica, cf. o item 1.1 desta dissertação.

²³⁹ O potencial monetário de outorga de poder constitui objeto das considerações do item 9 desta dissertação.

propósito concreto”²⁴⁰. O dinheiro atende perfeitamente a tal condição: ele confere ao seu detentor *poder de escolha* entre um número infinito de propósitos. Por essa razão, o valor de uma quantia em dinheiro excede o de qualquer objeto correspondente, já que traz em si, além do valor econômico, um potencial de liberdade, segurança e influência.

A tese ortodoxa da neutralidade da moeda tende a desprezar diferenças fundamentais entre os agentes econômicos reais, em especial no que diz respeito à maior ou menor disponibilidade de ativos monetários (e, conseqüentemente, ao maior ou menor acesso à possibilidade de satisfação de interesses e necessidades). A capacidade de escolha conferida pelo dinheiro não se distribui simetricamente entre os agentes econômicos. Simmel apelida o fenômeno de *mais-valia da riqueza*: a mesma quantidade de dinheiro tem significados diferentes, segundo integre uma grande fortuna ou um pequeno patrimônio²⁴¹. A razão para isso é que não existe liberdade de escolha quando os recursos destinam-se ao atendimento de necessidades básicas. As unidades monetárias acrescidas à renda tornam-se mais valiosas à medida em que excedem aquelas unidades exigidas para a satisfação das necessidades mais prementes e ampliam o poder de escolha atribuído ao titular do dinheiro.

Simmel sugere uma interessante conexão entre a liberdade de escolha propiciada pelo dinheiro ao seu detentor e a angústia existencial típica da dissolução dos contextos éticos tradicionais em estruturas impessoais dirigidas pelo mercado. As relações entre os indivíduos, nas sociedades contemporâneas, são, cada vez mais, vínculos de natureza exclusivamente monetária, governados pelo mecanismo do preço²⁴². O amplo leque de escolhas aberto pela moeda permite que seu detentor se libere de uma série de encargos impostos pela religião, pela tradição e pela cultura. A liberdade assim adquirida,

²⁴⁰ SIMMEL, 2004, p. 212. Tradução livre.

²⁴¹ SIMMEL, 2004, p. 217-219.

²⁴² SIMMEL, 2004, p. 345-346.

contudo, é *formal*: é liberdade *em relação* a algo, mas não liberdade *para fazer* algo. A liberdade só se torna efetiva, viva e valiosa mediante o desenvolvimento de outros conteúdos vitais, que representam, não obstante, condicionamentos e limitações à ação²⁴³. Troca-se, por essa via, o conteúdo positivo da personalidade pelo dinheiro, o qual, por definição, não tem conteúdo a oferecer. O dinheiro passa, assim, a concentrar todos os desejos e angústias acarretados pela indiferenciação entre os seres humanos.

Simmel percebe que a liberdade de escolha proporcionada pela moeda não pode advir de qualquer característica intrínseca à coisa-dinheiro ou de meras relações de troca entre objetos. O dinheiro apenas se torna um representante abstrato de valor econômico em virtude do intercâmbio *entre pessoas*. “A função de troca, como interação direta entre indivíduos, cristaliza-se no dinheiro como uma estrutura independente”²⁴⁴. Simmel extrai daí uma de suas mais penetrantes intuições: a moeda é, na verdade, uma *pretensão dirigida contra a sociedade*. Nas palavras do autor:

“A abstração do processo de troca, a partir de específicas trocas reais, e sua incorporação em uma forma distinta apenas são possíveis se a troca se tornou algo mais do que um processo privado entre dois indivíduos, confinado a ações individuais. Esse novo e mais amplo aspecto da troca é estabelecido quando o valor de troca pago por uma parte não representa qualquer valor direto para a outra parte, mas é meramente uma *pretensão sobre outros valores definidos; uma pretensão cuja realização depende da comunidade econômica como um todo ou do governo, como seu representante*. Quando o escambo é substituído por transações monetárias, um terceiro fator é introduzido entre as duas partes: a comunidade como um todo, que provê o valor real correspondente ao dinheiro”²⁴⁵.

A moeda, em síntese, apenas representa valores econômicos porque se apóia no reconhecimento conferido pela sociedade. Simmel, infelizmente, não aprofunda a

²⁴³ SIMMEL, 2004, p. 401-402.

²⁴⁴ SIMMEL, 2004, p. 175. Tradução livre.

²⁴⁵ SIMMEL, 2004, p. 177. Tradução livre. Grifei.

análise das estruturas sociais que poderiam sustentar a aceitação da moeda. A mera evocação de relações efêmeras de troca mercantis, à evidência, não é suficiente para esclarecer como se mantêm os complexos sistemas monetários contemporâneos e como os agentes econômicos reais integram-se em mercado.

Ademais, a investigação de Simmel, embora repleta de valiosas contribuições a respeito do significado da moeda para os agentes econômicos, está longe de se aplicar a qualquer modalidade monetária concreta. Não existe, fora da especulação teórica, ativo monetário que confira as extensas possibilidades de aquisição por ele descritas. O uso da moeda, no mundo real, é circunscrito por condições culturais, sociais, econômicas e geopolíticas precisas²⁴⁶. A despeito disso, o referido estudo ilumina uma das mais importantes características da moeda: a possibilidade de seu emprego como ferramenta abstrata para a persecução teleológica de fins.

9. POTENCIAL MONETÁRIO DE OUTORGA DE PODER

Simmel, como se expôs acima, sustenta que a moeda, graças à sua abstração em relação aos propósitos humanos, confere ao seu detentor extensas possibilidades de escolha relacionadas à concretização dos mais distintos fins. Esse poder de escolha conferido pelo dinheiro, ainda na lição de Simmel, é desvinculado de constrações oriundas dos contextos éticos e sociais em que se encontram os agentes econômicos, tais como preceitos religiosos, normas morais e padrões tradicionais de comportamento. É nesse sentido que a moeda é descrita, na expressão cunhada pelo sociólogo alemão, como “o mais puro exemplo de ferramenta”, ou seja, um instrumento neutro e incolor ante os diferentes fins a que pode se dirigir o agir.

²⁴⁶ Nesse sentido, DODD, 1997. p. 108.

Simmel salienta, além disso, a circunstância de que o poder de escolha atribuído por cada unidade monetária tende a ampliar-se na proporção direta das dimensões do patrimônio de seu detentor. Em consequência, a liberdade que a moeda, abstratamente considerada, potencialmente confere aos seus detentores para a satisfação de distintos interesses e necessidades não se distribui equitativamente, na prática, entre os agentes econômicos, mas varia segundo a distribuição social de riqueza. O mecanismo do preço atua, nas sociedades contemporâneas, como uma barreira à satisfação de determinadas necessidades e interesses, a saber, aqueles de pessoas que não dispõem do poder aquisitivo exigido pelo funcionamento do mercado.

Tais considerações constituem o ponto de partida para o estudo de uma característica essencial da moeda nas sociedades contemporâneas, que, no presente texto, será denominada, na linha de Nigel Dodd, como *potencial monetário de outorga de poder*. A expressão “outorga de poder” foi cunhada por Dodd, com apoio nas lições de Simmel, para designar a “liberdade que [o dinheiro] proporciona para a expressão de necessidades e desejos”²⁴⁷. Trata-se de aspecto do dinheiro que, na terminologia de Dodd, integra a sua “inerente transparência como instrumento econômico”²⁴⁸, ou seja, a sua abstração em relação a quaisquer propósitos humanos específicos.

Relembre-se que Nigel Dodd dispôs-se a investigar as propriedades *essenciais* da moeda, ou seja, aquelas propriedades abstratas que, por oposição às características contingentes de modalidades monetárias concretas, são *universalmente* ostentadas pela moeda em qualquer contexto social e histórico e que, por conseguinte,

²⁴⁷ DODD, 1997. p. 241.

²⁴⁸ DODD, 1997. p. 241.

constituem os aspectos definidores da sua natureza²⁴⁹. As propriedades abstratas essenciais da moeda, segundo Dodd, consistem precisamente nas qualidades simbólicas que decorrem de sua *inerente transparência*. Sobre o assunto, afirma Dodd:

“o dinheiro, sempre e onde quer que seja usado, não se define por suas propriedades como objeto material, mas pelas qualidades simbólicas genericamente vinculadas ao ideal de outorga irrestrita de poder. (...) o ideal de outorga irrestrita de poder, de liberdade total de agir e incorporar à vontade, se encontra no cerne da conceituação do dinheiro em geral como um meio simbólico transparente”²⁵⁰.

O conceito de outorga de poder apresenta grande relevância para o entendimento da moeda, ao menos nas sociedades contemporâneas, pois, como salienta Dodd, a outorga de poder encontra-se na base do desejo pelo dinheiro e condiciona o modo como o dinheiro é percebido e utilizado pelos agentes econômicos²⁵¹. Tal como a noção de liberdade de escolha utilizada por Simmel, todavia, o conceito de outorga de poder desafia um aperfeiçoamento que lhe permita esclarecer o papel do dinheiro como mecanismo para a conformação teleológica de condutas alheias.

A outorga monetária de poder, nos termos em que é delineada por Dodd, consiste, fundamentalmente, em *capacidade aquisitiva*, ou seja, envolve a liberdade (que, nas palavras de Simmel, é *formal*) para a aquisição de objetos do desejo e para a satisfação de necessidades. Ocorre que, muito embora o atendimento de interesses e necessidades com o emprego do dinheiro dependa das prestações de outros agentes econômicos²⁵², o foco analítico da definição de outorga de poder elaborada por Dodd, assim como a noção

²⁴⁹ A explicação completa das características universais da moeda, segundo Dodd, compreende ainda determinadas propriedades abstratas das chamadas *redes monetárias* (DODD, 1997. p. 236). Esse assunto será apreciado no item 10 desta dissertação.

²⁵⁰ DODD, 1997. p. 235.

²⁵¹ DODD, 1997. p. 235.

²⁵² Por exemplo, de pouco adiantaria contar com o dinheiro necessário para comprar um certo livro se não existissem pessoas e organizações produtivas que se dedicassem a escrevê-lo, fabricá-lo em série, comercializá-lo e transportá-lo, bem como pessoas e organizações que se dispusessem a financiar todas essas atividades.

de liberdade de escolha, na doutrina de Simmel, dirige-se às relações *entre sujeito e objeto*. O enfoque de ambos os autores concentra-se, dessa maneira, na aquisição de objetos do desejo pelos agentes econômicos, e não na influência de um agente econômico sobre outro.

O conceito de outorga de poder pela moeda pode ser enriquecido, contudo, caso o fenômeno da utilização do dinheiro seja apreciado também a partir de um ponto de vista diverso, que leve em consideração as relações *entre agentes econômicos*. Nesse novo enfoque, que se dirige, na verdade, a uma dimensão distinta do mesmo fenômeno, a moeda constitui um instrumento para a influência *estratégica* de condutas alheias.

Denomina-se *estratégico*, neste trabalho, o tipo de agir social que se orienta ao sucesso, assim entendido o surgimento, no mundo, de um estado de coisas desejado e causalmente provocado pelo sujeito. No agir estratégico, a coordenação de ações depende da *influência* dos indivíduos uns sobre os outros e sobre a situação do agir, de tal maneira que a *racionalidade* da conduta possa ser aferida por regras de *escolha racional* e pela eficácia em influenciar as decisões de um agente racional²⁵³. O mecanismo da coordenação estratégica de condutas é a demonstração e a utilização de *potenciais de poder*, que permitem ao agente fazer prosseguir as interações sociais no sentido desejado²⁵⁴.

A moeda atua, nesse sentido, como *instrumento do agir estratégico*. Ela promove a coordenação de condutas, em contextos específicos, por dispor de montantes quantificáveis de poder econômico que podem ser mobilizados pelo seu detentor. A moeda outorga o poder de motivar os outros agentes econômicos, mediante a promessa de

²⁵³ HABERMAS, 2002, vol. I. p. 285.

²⁵⁴ O agir estratégico distingue-se, assim, do agir em que os participantes em interações linguísticas buscam o convencimento racional a respeito da verdade ou da correção de pretensões de validade criticáveis, chamado de *agir comunicativo*. Sobre o assunto, cf. HABERMAS, 2002, vol. I. p. 273-337.

utilidades econômicas, a agirem da maneira desejada por seu detentor. Exemplo particularmente nítido dessa característica da outorga monetária de poder é encontrado na viabilidade de se influenciar a conduta de um agente econômico por meio da enunciação de ofertas em dinheiro e na correspondente possibilidade que se abre, para o destinatário das propostas, de adotar uma posição de aceitação ou de recusa ante cada oferta.

Como conseqüência da capacidade que ostenta a moeda de conformar estrategicamente as condutas alheias, os comportamentos dos agentes econômicos em mercado podem destacar-se dos padrões discursivos de interação social e passar a orientar-se exclusivamente em termos da *racionalidade referente a fins*²⁵⁵. A estrutura integrada de preferências subjacente ao uso da moeda, moldada pelo critério da maximização dos lucros, conduz, assim, à integração dos agentes em mercado de forma desvinculada dos correspondentes contextos éticos e sociais.

É possível afiançar, em resumo, que o *potencial monetário de outorga de poder* apresenta duas dimensões. Em uma delas, a moeda tem caráter *instrumental*: consiste em meio para a aquisição de objetos do desejo, ou seja, para a satisfação de necessidades e interesses. Na outra dimensão, a moeda tem caráter *estratégico*: constitui meio para a conformação teleológica de condutas alheias. Deve-se atentar para o fato de que tais dimensões não traduzem aspectos disjuntivos da utilização da moeda pelos agentes econômicos, e sim características monetárias que precisam necessariamente ser conjugadas para a correta apreensão do fenômeno.

A dimensão estratégica do potencial monetário de outorga de poder apresenta suma importância para o entendimento da política monetária. Esclareceu-se, acima, que a política monetária realiza-se, de forma preponderante, por intermédio de

²⁵⁵ A ação racional referente a fins concentra-se na adequação entre meios e fins e na escolha entre alternativas em vista de valores pré-definidos. Sobre o assunto, WEBER, 2000. p. 15-16.

medidas de cunho *fiduciário*, a exemplo da manipulação das condições do redesconto e das operações em mercado aberto²⁵⁶. Distintamente do que ocorre quando o Estado utiliza medidas de caráter coercitivo para intervir na ordem econômica, a eficácia das intervenções fiduciárias da autoridade monetária depende de sua capacidade financeira de induzir os agentes de mercado a agirem da maneira esperada. A autoridade monetária, nesse contexto, procura influenciar as condutas dos agentes econômicos segundo a lógica do mercado, ou seja, mediante a manipulação de fluxos monetários em conformidade com as leis ditadas pela ciência econômica.

Uma vez que a capacidade de conformação estratégica das condutas dos agentes econômicos constitui elemento essencial para a eficácia dos instrumentos fiduciários de intervenção na economia, a percepção adequada do fenômeno da outorga de poder pela moeda assume posição central para o estudo da política monetária. É possível sintetizar esse entendimento na seguinte asserção: o potencial monetário de outorga de poder pode ser mobilizado pelas autoridades monetárias no interesse da persecução dos objetivos da política econômica.

10. A HIPÓTESE DAS REDES MONETÁRIAS

As propriedades abstratas da moeda acima estudadas – a capacidade de simbolizar valores econômicos e o potencial de outorga de poder, com todas as conseqüências daí advindas sobre a intermediação de trocas e o transporte e o armazenamento de valores – não se sustentam por si. Tais propriedades dependem de que a moeda seja socialmente reconhecida dentro de um território específico, e a *confiança* dos agentes econômicos em qualquer modalidade pecuniária é angariada mediante o

²⁵⁶ Cf. o item 3 deste trabalho.

atendimento de certas expectativas que dizem respeito tanto à futura aceitação da moeda dentro de um território específico quanto ao seu valor nominal.

Os agentes econômicos apenas aceitam determinada moeda em pagamento de seus créditos caso se convençam de que poderão utilizá-la no futuro para pagar suas dívidas. Como leciona Dodd, para confiar no dinheiro os agentes econômicos precisam certificar-se de “ele pode ser usado de novo no futuro, será aceito por outros membros da sociedade ou grupo social, de fato representa seu valor nominal e continuará a fazê-lo ao longo do tempo”²⁵⁷. Esse ponto pode ser esclarecido mediante o estudo da hipótese das *redes monetárias*, formulada por Nigel Dodd.

Dodd procura expor o significado das redes monetárias mediante uma comparação entre a economia de escambo e a economia monetária²⁵⁸. A utilização da moeda torna dispensável, para os agentes envolvidos em uma específica operação econômica, a obtenção de *informações*²⁵⁹ que seriam necessárias na permuta²⁶⁰. Isso ocorre porque a moeda substitui as informações necessárias ao escambo por *informação sobre si mesma*²⁶¹. Por essa via, contudo, não se afasta por completo a incerteza; ela é apenas transferida da particular relação negocial para a moeda.

²⁵⁷ DODD, 1997. p. 27.

²⁵⁸ DODD, 1997. p. 26ss.

²⁵⁹ Muito embora Dodd não especifique o sentido que atribui ao termo “informação”, é possível extrair, de seu relato, que a informação não se reduz a um mero conjunto de dados. Dodd salienta que “a noção de que a informação é simplesmente ‘transmitida’ e ‘recebida’, como se o seu significado permanecesse constante e inalterado ao longo do processo, é insustentável. Tanto o sentido quanto a eficácia da informação transmitida por agentes e, por conseguinte, todo o seu caráter, em primeiro lugar, dependem habitualmente do processo pelo qual ela é interpretada. Transmitir e receber informação nesse contexto não é apenas projetar uma massa independente de fatos no espaço e no tempo, mas dar vida a esses fatos *como fatos*” (DODD, 1997. p. 184-185). É possível afirmar que, para Dodd, a informação consiste num fluxo de dados processados e interpretados pelas partes envolvidas na comunicação. A informação pode, por isso, influenciar as expectativas dos agentes econômicos (*op. cit.* p. 186).

²⁶⁰ A realização do escambo demanda a busca de diversas informações, como (a) localização da potencial contraparte (é preciso encontrar uma pessoa que se disponha a alienar os bens desejados pelo interessado na permuta e que, em contrapartida, aceite receber os bens ofertados pelo interessado na permuta); (b) cotações das mercadorias que se deseja permutar; e (c) dados sobre a credibilidade da potencial contraparte.

²⁶¹ DODD, 1997. p. 27.

Diversamente da permuta, cuja realização demanda a prévia obtenção de informações sobre a coincidência mútua e complementar de necessidades, a troca monetária pode se concluir com uma emissão instantânea de dinheiro porque, em condições normais, existem informações suficientes para suprir as expectativas acalentadas pelos agentes econômicos acerca de sua futura aceitação. Em outras palavras: o ganho em eficiência obtido com o emprego da moeda é uma consequência da assunção, por uma estrutura social, do encargo de fornecer as informações exigidas para a manutenção da *confiança* dos agentes econômicos na moeda, as quais tornam supérflua a busca privada de informações requeridas pelo escambo.

Nigel Dodd denomina semelhante estrutura social de *rede monetária*²⁶². Uma adequada compreensão da moeda, segundo o sociólogo britânico, passa pela identificação das *propriedades abstratas mínimas* da moeda e das redes monetárias, as quais, embora insuficientes para a definição das espécies pecuniárias historicamente localizadas, devem proporcionar uma moldura analítica apropriada para o estudo empírico e para a análise substantiva²⁶³. Abstratamente considerada, a moeda se define como *meio econômico transparente*, ou seja, como instrumento econômico dotado de características simbólicas ligadas à outorga irrestrita de poder²⁶⁴. Além da inerente transparência, estão ainda implícitas no uso concreto do dinheiro diversas hipóteses a respeito de sua reutilização em específicos lindes temporais e espaciais. Essas hipóteses indicam quais devem ser as *propriedades mínimas das redes monetárias*, ou seja, as *condições sociológicas* necessárias para o estabelecimento de qualquer rede²⁶⁵.

²⁶² DODD, 1997. p. 26-34.

²⁶³ DODD, 1997. p. 32; p. 234.

²⁶⁴ DODD, 1997. p. 235.

²⁶⁵ DODD, 1997. p. 28.

Dodd indica cinco propriedades abstratas típicas das redes monetárias, qualquer que seja sua extensão: (a) um *sistema padronizado de unidade de conta*, na qual são denominadas as modalidades monetárias existentes na rede e fixados os preços dos produtos; (b) uma *dimensão temporal*, que traz informações das quais se podem derivar expectativas quanto à futura aceitação das modalidades monetárias; (c) uma *dimensão espacial*, que esclarece os limites territoriais para a aceitação de modalidades monetárias específicas e, em economias mais desenvolvidas, corresponde à estrutura institucional do sistema de pagamentos; (d) um *regime jurídico da moeda*, que fixa normas a respeito do “*status* de relações contratuais que são passageiras e conclusivas”, como a disciplina do poder liberatório; e (e) o “*conhecimento do comportamento e das expectativas dos outros*”, fundado na experiência ou especificamente procurado, inclusive mediante remuneração, de maneira a tornar previsível a reutilização da moeda num grupo social específico ou num território predefinido²⁶⁶.

As redes monetárias, em síntese, devem fornecer as informações que sustentam a aceitação da moeda e que tornam possível a realização de transações pecuniárias. Nesse sentido, redes monetárias são *redes de informação*²⁶⁷. Dodd identifica dois níveis de informação nas redes monetárias. No plano de maior abstração, as propriedades básicas da rede devem ser preservadas da incerteza; do contrário, esvair-se-ia a confiança na unidade de conta e a estrutura desmoronaria. Nesse nível, afirma Dodd, as questões fundamentais para a existência da rede escapam à reflexão. Os pressupostos para a manutenção da rede são, em geral, simplesmente presumidos pelos agentes econômicos, furtando-se à problematização²⁶⁸.

²⁶⁶ DODD, 1997. p. 29.

²⁶⁷ DODD, 1997. p. 29.

²⁶⁸ Nas palavras de Dodd, “havendo uma rede monetária bem instalada, essas questões não precisam ser levantadas nem ponderadas a fundo” (DODD, 1997. p. 30-31).

Fora do nível abstrato das propriedades básicas das redes monetárias, contudo, sempre existem incertezas quanto a “aspectos específicos da informação transmitida através da transação monetária”²⁶⁹. No plano das transações monetárias, a incerteza é não apenas tolerada, mas esperada e calculada. Ela integra o funcionamento ordinário das redes monetárias, pois as expectativas dos agentes a respeito de futuros rendimentos dos ativos financeiros e dos demais bens econômicos influenciam as decisões concernentes à aceitação de modalidades pecuniárias concretas. Note-se que, embora o fato não seja especificamente salientado por Dodd, essa incerteza ínsita ao funcionamento normal das redes monetárias encontra-se na base da *especulação* sobre o valor da moeda e sobre sua relação com outros ativos e índices financeiros.

O funcionamento da rede monetária é *reflexivo*, pois as informações transmitidas pela rede são diretamente afetadas pela maneira como os agentes econômicos reagem à incerteza, às informações disponíveis e às decisões tomadas pelos demais agentes²⁷⁰. Essa assertiva é verdadeira, em particular, para a relação entre a teoria e a prática monetária. As teorias econômicas (aí incluídas, naturalmente, as teorias a respeito da moeda) influenciam o conhecimento sobre as expectativas e os comportamentos alheios e integram, por conseguinte, a informação disponível na rede monetária²⁷¹.

As redes, contudo, não cumprem apenas um papel funcional a respeito do dinheiro. Os aspectos simbólicos da moeda, sustentados pelas redes monetárias, facilitam a

²⁶⁹ DODD, 1997. p. 31. Dodd cita, como exemplos, a incerteza sobre o futuro da inflação, as taxas de câmbio e as taxas de juros sobre empréstimos (*op. cit., loc. cit.*).

²⁷⁰ DODD, 1997. p. 31. Nas palavras de Dodd, “as expectativas nos mercados financeiros e monetários operam em estreita ligação: os agentes não reagem simplesmente de maneira direta ou isolada à informação, mas precisam prever as reações de outros agentes. Nesse sentido, a relação entre as interpretações e reações dos agentes à informação é reflexiva” (*op. cit.* p. 186).

²⁷¹ Como afirma Dodd, “os agentes em mercados monetários e financeiros tomam decisões rotineiramente baseados em expectativas imbuídas da compreensão teórica de como os diversos setores da economia atuam de fato, inclusive os próprios mercados monetários e financeiros” (DODD, 1997. p. 186). E, mais adiante: “Teorias a respeito da operação do dinheiro não deveriam, pois, ser consideradas processos de reflexão neutros e distanciados. O uso e a operação do dinheiro são movidos por percepções do modo e do motivo pelos quais ele atua” (*op. cit.* p. 240).

reprodução da desigualdade social, pois a estrutura das redes cristaliza e aprofunda as disparidades na distribuição social da riqueza. O mecanismo do preço não é apenas um meio de acesso a bens, mas, essencialmente, uma base de exclusão, “impedindo o acesso exatamente porque os preços ajudam a equilibrar a escassez (real ou provocada) de bens e serviços com a escassez da posse de dinheiro, da posse de sua capacidade de outorgar poder”²⁷². As teorias econômicas ortodoxas sobre a moeda desempenham, nesse contexto, papel *ideológico* crucial. Ao sustentar a tese da neutralidade técnica e política da moeda, elas encobrem eventuais objeções às assimetrias na distribuição de riqueza com o espesso manto da objetividade científica.

Existe, em resumo, certa *ambivalência* no papel da moeda na economia. Por um lado, para funcionar adequadamente, o dinheiro precisa de um nível generalizado de confiança em suas propriedades abstratas. Por outro lado, contudo, ele simboliza e liga-se estruturalmente a conflitos que têm por base a desigualdade na distribuição social de riqueza e de poder. Com isso, as redes monetárias precisam lidar com o delicado equilíbrio entre a sustentação da confiança na moeda e a reprodução das assimetrias na partilha dos recursos sociais²⁷³.

Extraí-se da hipótese das redes monetárias, em especial de sua dimensão *temporal*, o caráter da moeda como *técnica social que conecta presente e futuro*. A proposta de Nigel Dodd dirige a atenção para a existência de uma estrutura social, dentro do sistema econômico, que se especializa em operações monetárias e no comércio do *crédito*²⁷⁴. Trata-se do *sistema monetário* (ou *financeiro*), que apresenta relativa autonomia

²⁷² DODD, 1997. p. 245-246.

²⁷³ DODD, 1997. p. 243.

²⁷⁴ Pode-se definir o crédito, na linha de Max Weber, como “a troca do poder de disposição de uma economia sobre bens materiais ou dinheiro – poder do qual esta carece no momento atual, mas que espera obter no futuro – pelo poder de disposição de outra economia, existente atualmente, mas não utilizado para fins próprios. No caso de racionalidade, ambas as economias esperam dessa troca oportunidades mais favoráveis do que as que a distribuição atual oferecerá sem a troca” (WEBER, 2000. p. 49-50). O *comércio de crédito*,

em relação ao restante do sistema econômico, demonstrada pela existência de negócios monetários sem conexão aparente com as trocas que ocorrem na economia real, como, por exemplo, as operações compromissadas, os derivativos e certos negócios cambiais²⁷⁵.

O sistema monetário não é adequadamente compreendido caso seja enxergado como uma mera especificação funcional das trocas de produtos e serviços na economia real. Distintamente, o sistema monetário pode ser visto, como indica Ingham, com apoio nas lições de Keynes e Schumpeter, como “a força autônoma e ativa pela qual as relações econômicas capitalistas são estruturadas e projetadas através da *radical incerteza do tempo*”²⁷⁶.

As expectativas dos agentes a respeito de futuros rendimentos dos ativos financeiros e dos demais bens econômicos moldam suas decisões concernentes à manutenção de espécies pecuniárias concretas e integram a dinâmica ordinária do sistema monetário. Por essa razão, a incerteza inerente ao funcionamento normal das redes monetárias dá ensejo à pura especulação financeira, mediante a qual se negociam pretensões a rendimentos futuros. Daí originam-se não apenas negócios especificamente financeiros, mas também distúrbios monetários que podem conduzir a anomalias que não deixam incólume a economia real, como tão bem demonstram os impactos da inflação e da recessão sobre a produção, o consumo, o investimento e a poupança.

Premido pelo compromisso de formular uma base analítica adequada para o estudo da moeda em *qualquer* contexto histórico, Dodd elabora a hipótese das redes monetárias em contornos demasiado abstratos. A simples referência à “confiança” traz

ou concessão remunerada de crédito, gera inúmeras possibilidades de organização da atividade econômica ao longo do tempo.

²⁷⁵ Semelhante percepção é confirmada por Ingham: “A idéia de que a moeda compreende um setor autônomo e distinto da economia – vale dizer, um [setor] que é constituído por sua própria estrutura social de normas, regras e relações de poder – é empiricamente óbvia” (INGHAM, 2005. p. 82. Tradução livre).

²⁷⁶ INGHAM, 2005. p. 160 Tradução livre. Grifos no original. Para a relação entre a incerteza quanto ao futuro rendimento do capital e a depressão econômica, cf. KEYNES, 1992. p. 244-248.

escassos esclarecimentos sobre a maneira como o dinheiro é efetivamente validado. Sem embargo, a proposta de Dodd veicula determinados elementos que devem ser retidos para subsidiar a argumentação subsequente.

Cumprе salientar, nesse sentido, a relevância atribuída à *confiança* para sustentar a validade da moeda. Como bem indica Dodd, a confiança na moeda depende da estabilização das expectativas dos agentes econômicos a respeito da aceitação da moeda em determinado território e ao longo do tempo. Dodd anda igualmente bem ao indicar a necessidade de estruturas institucionais especializadas no fornecimento de informações relativas à aceitação da moeda e ao seu valor nominal.

Por fim, Nigel Dodd acerta ao apontar o papel *ambivalente* das redes monetárias, que deriva do desempenho simultâneo de duas atividades: a sustentação da confiança na moeda e a reprodução das assimetrias na distribuição social da riqueza. Daí se extrai a consequência de que o modo específico em que se organiza uma rede monetária não é indiferente para os agentes econômicos. Distintas configurações das redes monetárias concretas podem ter efeitos bastante diferenciados sobre a partilha dos recursos sociais.

11. PROPOSTA DE COMPREENSÃO DA NATUREZA DA MOEDA NAS SOCIEDADES CONTEMPORÂNEAS

Os esclarecimentos feitos nos itens 8, 9 e 10, acima, lançam luzes sobre as propriedades mínimas da moeda nas sociedades contemporâneas, mas pouco permitem inferir a respeito de sua natureza. Dedicar-se este item, por isso, à apresentação de uma proposta de compreensão da natureza da moeda que possa ser adequadamente manuseada pela ciência do direito nas sociedades contemporâneas.

A tarefa de bem compreender a moeda não deve ser subestimada. Sua relevância é evidente já do ponto de vista das teorias econômicas ortodoxas, que se

preocupam em delimitar com acuidade o objeto das intervenções monetárias estatais. Afinal, a política monetária realiza-se, predominantemente, mediante alterações na oferta de moeda, admitida como variável *exógena*²⁷⁷. A definição da oferta de moeda (ou seja, a delimitação dos agregados monetários em vista dos ativos que, a depender de sua *liquidez*, devem integrar o conceito de moeda²⁷⁸) constitui, nesse contexto, preocupação fundamental de economistas e de formuladores de políticas econômicas. A fixação do conceito serve de base para a condução *tecnicamente racional*²⁷⁹ da política monetária, de maneira a permitir a elaboração de diagnósticos precisos sobre a oferta de moeda, a formulação coerente de estratégias de intervenção e a avaliação dos resultados em vista dos fins propostos.

Outra razão existe, contudo, para fundamentar o interesse em uma compreensão apropriada da moeda. A moeda insere-se em um conjunto de relações sociais sem as quais perderia todo o sentido. A apreensão de tais relações apresenta marcada relevância para uma condução efetivamente *racional* da gestão monetária, entendida a racionalidade num sentido amplo, que extrapola a simples adequação técnica de meios a fins.

Muito embora o estudo da racionalidade não integre o objeto do presente estudo, interessa expor o conceito de racionalidade acolhido pelo autor. No sentido amplo acima referido, a racionalidade apresenta-se como *racionalidade prática*, ou seja, como um tipo de racionalidade que compreende a possibilidade de orientação racional do agir que leva em conta, além de imperativos *pragmáticos*, tanto a adequação das condutas à autocompreensão *ética* do indivíduo e da coletividade quanto a correção do agir em vista

²⁷⁷ Para o conceito de moeda exógena, cf. a nota de rodapé 28.

²⁷⁸ Sobre o assunto, cf. o item 2 deste trabalho.

²⁷⁹ A *racionalidade técnico-instrumental*, ou *racionalidade teleológica*, compreende a orientação do agir nos termos da busca dos meios mais adequados para alcançar os fins propostos; não se questiona, contudo, sobre a racionalidade dos fins, tarefa a que se dedica a *racionalidade ética* ou *de fins*. Sobre o assunto, ATIENZA, 1997. p. 87-89.

de normas *morais*²⁸⁰. Ademais, a investigação da racionalidade das condutas não pode ocorrer em bases monológicas, mas depende da apreciação *discursiva* dos preceitos práticos na forma de uma *racionalidade comunicativa*²⁸¹.

A consideração das estruturas sociais em que se insere a moeda é essencial, portanto, para que a política monetária, longe de se restringir a um mero controle quantitativo de agregados monetários, leve em conta a coexistência de distintas formas de vida nas sociedades contemporâneas, bem como a necessidade de propiciar condições simétricas para a convivência harmônica de tais formas de vida. Atento a essa circunstância, dedica-se o presente item à investigação de uma concepção adequada de moeda, empregando-se, para tanto, esclarecimentos colhidos às ciências sociais.

O labor de esclarecimento da natureza da moeda pode se iniciar, na linha proposta por Geoffrey Ingham, com uma análise dos fatores que permitem distinguir a moeda em meio ao conjunto dos bens econômicos. O teste da *moedicidade* consiste, segundo Ingham, na satisfação de duas condições, que descrevem funções específicas, assinaladas social e politicamente no curso do processo que faz da moeda um fato institucional. A primeira condição é a sua especificação como *medida de valor abstrato*; a segunda, a sua atuação como *meio para o armazenamento e o transporte* desse valor abstrato²⁸².

²⁸⁰ A respeito dos usos pragmático, ético e moral da razão prática, cf. HABERMAS, 2000. p. 109-126.

²⁸¹ O modelo de *racionalidade comunicativa* pode ser sintetizado, em linhas gerais, no seguinte excerto colhido em livro de Manuel Atienza: “(...) considero que a racionalidade prática – e provavelmente a racionalidade em geral – deve caracterizar-se em termos procedimentais, ao invés de substanciais; como um processo dialógico e não monológico; levado a cabo pelos homens nas condições de sua existência real e não por um espectador imparcial ou pelos representantes de uma hipotética situação original; e que, no procedimento, a objetividade define-se pela capacidade para alcançar um consenso em condições de liberdade e igualdade que já se encontram pressupostas no próprio uso ordinário da linguagem” (ATIENZA, 1997. p. 90-91. Tradução livre).

²⁸² INGHAM, 2005. p. 70. As referidas condições, note-se, guardam simetria com a dualidade de papéis identificados por Simmel na moeda (cf. o item 8.2 desta dissertação). Ingham, a propósito, esclarece que “(...) a moeda não deveria ser vista simplesmente como um instrumento útil; ela apresenta *natureza dual*. A moeda não tem apenas funções – vale dizer, conseqüências benéficas para indivíduos e para o sistema social e econômico. Na terminologia de Mann, a moeda não é apenas poder ‘infraestrutural’, ela é também poder

A conjugação de tais condições, diz Ingham, confere à moeda a capacidade de incorporar valor econômico, com o que se liberta da ancoragem no tempo e no espaço próprios a negócios concretos e veicula uma pretensão autônoma e socialmente reconhecida a certa participação no produto social²⁸³. Como conseqüência, a moeda ganha aptidão para desempenhar todas as funções necessárias às interações em mercado entre agentes econômicos: a descrição dos preços de bens e de ativos financeiros segundo um padrão uniforme de valor; a apropriação privada, o entesouramento e o investimento; a intermediação de trocas e a realização de negócios financeiros; a orientação pelo mecanismo do preço e pelo lucro; o cálculo monetário e as técnicas contábeis. Em síntese, a moeda torna-se o *meio* em torno do qual se articula, em mercado, o *agir racional orientado a fins* dos agentes econômicos.

Cumpre inquirir, contudo, qual a específica natureza da moeda, a qual, ao que se supõe, permitirá esclarecer de que maneira a moeda incorpora o valor econômico em sua abstração, com todas as conseqüências há pouco indicadas. Já de início deve restar claro, como resultado da argumentação até aqui desenvolvida, que os meios para o armazenamento e o transporte de valor abstrato não podem ser confundidos com moedas, cédulas ou lançamentos escriturais. A natureza da moeda não deve ser procurada em suas múltiplas representações materiais.

Simmel indicou, como se verificou anteriormente²⁸⁴, que a moeda consiste em uma pretensão contra a sociedade, de modo que depende do reconhecimento social para se sustentar. Infelizmente, não se aprofundou no assunto. Nigel Dodd, a seu turno, expôs a necessidade da existência de uma estrutura social que forneça as

‘despótico’. Em outras palavras, a moeda expande a capacidade da sociedade humana de fazer coisas, mas esse poder pode ser apropriado por interesses particulares” (INGHAM, 2005. p. 4. Tradução livre. Grifos no original).

²⁸³ INGHAM, 2005. p. 71-72.

²⁸⁴ Cf. o item 8.2 desta dissertação.

informações necessárias para estabilizar as expectativas dos agentes econômicos a respeito da futura aceitação da moeda dentro de um território específico. A *confiança* dos agentes econômicos é, segundo Dodd, fator de primordial relevância para a validade da moeda²⁸⁵. A teoria elaborada por Dodd peca, no entanto, por excessiva abstração. Ele falha na tarefa de identificar o destinatário da confiança, que, naturalmente, nem pode ser a unidade de conta em si nem as modalidades monetárias concretas, já que qualquer relação fiduciária é invariavelmente uma relação entre pessoas. Essa insuficiência da teoria de Dodd torna-se patente quando se encara o dinheiro do ponto de vista da *teoria creditícia da moeda*, que fornece as linhas gerais deste trabalho de esclarecimento da natureza da moeda²⁸⁶.

Ingham, como Simmel e Dodd, também reconhece a dimensão social da manutenção da validade da moeda. Ele salienta que a moeda somente adquire a capacidade de desempenhar suas funções graças a específicos *processos sociais e políticos*²⁸⁷. Distintamente de Simmel e Dodd, entretanto, Ingham atribui à confiança que ampara a aceitação da moeda um sentido muito preciso. A utilização da moeda é possível porque determinados processos sociais e políticos retiram o fardo da confiança das partes da transação econômica concreta e o transferem para uma terceira pessoa, exterior à relação negocial: o *emissor* da moeda²⁸⁸.

Ao produzir determinada modalidade pecuniária, o emissor amplia seu poder aquisitivo e incorre em um débito denominado em certa unidade de conta²⁸⁹. A

²⁸⁵ Cf. o item 10 desta dissertação.

²⁸⁶ A teoria creditícia foi inicialmente formulada por A. Mitchell Innes em dois textos seminais publicados em *The Banking Law Journal* em 1913 e 1914 (INNES, 1913, e INNES, 1914). A exposição feita a seguir emprega a teoria creditícia da moeda; para tanto, apóia-se decididamente em INGHAM, 2005.

²⁸⁷ INGHAM, 2005. p. 70.

²⁸⁸ INGHAM, 2005. p. 71-72; p. 74-75. Note-se, para maior clareza da exposição subsequente, que, nas sociedades contemporâneas, podem emitir moeda tanto as autoridades monetárias (os bancos centrais ou os órgãos que desempenhem suas funções) quanto as instituições bancárias, por meio do mecanismo do multiplicador bancário. O argumento do texto aplica-se a ambos os tipos de emissores.

²⁸⁹ Esse aspecto torna-se patente quando se verifica, por exemplo, que a base monetária (a moeda emitida pelo banco central, que compreende a moeda em poder do público e as reservas bancárias) corresponde ao passivo monetário do banco central.

moeda, assim, é gerada sempre como uma obrigação do emissor, à qual corresponde um crédito suscetível de transferência entre os agentes econômicos. A aceitação de semelhante crédito pelos agentes econômicos, entretanto, depende da confiança em uma promessa muito particular, implícita em qualquer emissão: *o emissor se compromete a receber de volta a moeda em quitação de seus próprios créditos*. Por exemplo, a moeda emitida pelo soberano é aceita no pagamento de impostos e, similarmente, o empréstimo tomado em uma casa bancária pode ser quitado mediante a entrega de um bilhete de sua emissão²⁹⁰. Qualquer incerteza a respeito de semelhante compromisso redundará em decréscimo da confiança na moeda, o qual, a menos que seja passível de compensação coercitiva, reduz a sua aceitação.

Descortina-se, assim, a natureza da moeda: ela é um *crédito denominado em certa unidade de conta, ao qual corresponde um débito do emissor*. Na expressão de Ingham, “toda moeda é constituída por relações de crédito e débito – ou seja, por relações sociais”²⁹¹. A credibilidade do emissor, no que diz respeito à promessa monetária fundamental, é influenciada, por um lado, pela sua potência econômica e, por outro lado, pelas garantias que decorrem da *estrutura institucional*²⁹² do sistema monetário, a qual condiciona o processo de produção de dinheiro nas sociedades contemporâneas. O

²⁹⁰ INGHAM, 2005. p. 75. Innes, em texto escrito sob regime monetário metalista, alertava que a emissão de moeda não devia ser compreendida como uma certificação, pelo governo, de determinados peso e conteúdo metálicos. “O que realmente aconteceu foi que o governo colocou sobre as peças de ouro um selo que veicula a promessa de que elas serão recebidas pelo governo em pagamento de tributos ou de outras quantias que lhe são devidas. Ao emitir uma moeda, o governo incorreu em um débito com seu detentor, exatamente como teria feito se houvesse realizado uma compra, vale dizer, incorreu em uma obrigação de fornecer um crédito, por tributação ou de outra maneira, para o resgate da moeda e, dessa maneira, habilitou seu detentor a receber valor por seu dinheiro”. E prosseguia: “A moeda metálica, os certificados de papel, as notas bancárias e o crédito nos livros do banco são todos idênticos em natureza, a despeito da diferença em forma ou em valor intrínseco. Uma gema de valor incalculável ou um pedaço de papel desprovido de valor podem indiferentemente constituir um símbolo de dívida, na medida em que o recebedor sabe o que ele representa e o emitente reconhece sua obrigação de recebê-lo de volta em pagamento de um valor que lhe seja devido” (INNES, 1913. p. 402. Tradução livre).

²⁹¹ INGHAM, 2005. p. 72. Tradução livre.

²⁹² Uma *estrutura institucional* é compreendida, nesse trabalho, em sentido amplo, que compreende qualquer conjunto de *normas* (ou seja, expectativas generalizadas de comportamento) passíveis de imposição coercitiva. Nesse sentido, as estruturas institucionais compreendem o direito, mas a ele não se limitam. Abarcam igualmente, por exemplo, tradições, normas morais e praxes comerciais. O próximo capítulo tratará em maior detalhe do chamado *direito monetário*, que integra a estrutura institucional do sistema monetário.

processo de produção da moeda (no qual o direito desempenha papel de destaque²⁹³) assegura *transmissibilidade* à promessa monetária dentro da área definida pela unidade de conta, permitindo que ela seja empregada em complexas relações multilaterais por estranhos cujo único ponto de contato é a transitória operação comercial²⁹⁴.

As linhas básicas do processo social mediante o qual a moeda angaria aceitação entre os agentes econômicos foram esclarecidas pela teoria estatal da moeda: por um lado, o direito institui certa unidade de conta e disciplina o curso legal da moeda; por outro, a atividade financeira estatal proporciona os estímulos para a aceitação da moeda pelos agentes econômicos²⁹⁵. Para compreender o processo em maior detalhe, entretanto, é necessário investigar o mecanismo de produção de moeda nas sociedades contemporâneas, tarefa a que se dedica o próximo item.

A doutrina jurídica acolhe, usualmente, um conceito de moeda tomado de empréstimo às teorias econômicas ortodoxas. Como consequência, os textos jurídicos que chegam a fornecer um conceito de moeda limitam-se a defini-la como *meio de troca* ou como *meio de pagamento*²⁹⁶. Existe, entretanto, grande vantagem epistemológica no abandono da definição ortodoxa do dinheiro como meio de troca ou como meio de pagamento. Como bem ressalta Ingham, conceituar a moeda em termos de relações generalizadas de crédito implica afastar o foco do dinheiro e dos bens e dirigi-lo às

²⁹³ Ingham frisa o papel central da autoridade e da coerção para a sustentação da validade da moeda, como demonstram os crimes contra a instituição da moeda e a cobrança coativa de tributos. “Em resumo”, diz Ingham, “a imposição monopolística de uma unidade de conta e a recusa em aceitar símbolos de crédito distintos dos do emissor ligam-se estreitamente ao monopólio da força física” (INGHAM, 2005. p. 76. Tradução livre).

²⁹⁴ INGHAM, 2005. p. 74.

²⁹⁵ Sobre o assunto, cf. o item 5.1 desta dissertação.

²⁹⁶ O conceito de meio de pagamento, como se verificou no item 5, resulta da conjugação da noção de curso legal ao conceito de meio de troca. Um exemplo dessa corriqueira definição jurídica de moeda é encontrado no clássico Orlando Gomes, para quem o dinheiro “em sentido restrito e juridicamente puro é o sinal de valor reconhecido pela ordem jurídica como meio de pagamento. Numa palavra, aquilo que o credor é obrigado a receber, quando se lhe deve certa quantia. Neste sentido, o dinheiro é, unicamente, a moeda do padrão nacional” (GOMES, 1996a. p. 223).

relações sociais entre devedores e credores no processo de formação do preço²⁹⁷, o qual, como diria Weber, mais não é que “luta entre os homens, uns contra os outros”²⁹⁸. A proposta de conceituação da moeda como crédito, dessa maneira, enquadra-se no esforço de fornecer à doutrina jurídica uma estrutura analítica apropriada para o estudo da moeda nas sociedades contemporâneas.

É preciso perquirir, todavia, em que sentido se deve entender o *crédito* representado pela moeda. A doutrina jurídica costuma buscar a essência do crédito em geral na *pretensão* a uma prestação determinada ou determinável²⁹⁹. É de se notar, a propósito, que Ingham se refere, com freqüência, à pretensão (*claim*) incorporada na moeda. O crédito representado pela moeda não pode ser encarado, contudo, como uma pretensão a prestações específicas, já que, como demonstrou Simmel, a moeda, como puro exemplo de ferramenta, identifica-se exatamente por sua abstração em relação a quaisquer propósitos humanos. A pretensão incorporada na moeda só pode dirigir-se, portanto, ao valor em sua abstração (vale dizer, a unidades abstratas de valor econômico). O crédito representado pela moeda é, em síntese, uma pretensão dirigida contra o emissor, que tem por objeto uma certa quantidade de unidades de conta. Trata-se de uma pretensão socialmente reconhecida a certa participação no produto social.

A moeda é, nesse sentido, um crédito generalizadamente transferível³⁰⁰ dentro de determinado *espaço monetário*³⁰¹. A emissão de moeda implica,

²⁹⁷ INGHAM, 2005. p. 73.

²⁹⁸ WEBER, 2000. p. 57.

²⁹⁹ Sobre o assunto, cf. GOMES, 1996b. p. 17-18.

³⁰⁰ Nem todo crédito transferível, contudo, constitui moeda. Verificar-se-á, no item 12, que a estrutura institucional do sistema monetário organiza as modalidades pecuniárias em uma *hierarquia*, em função de sua fungibilidade com a moeda emitida pelo “mais poderoso e legítimo emissor”.

³⁰¹ Chama-se *espaço monetário*, segundo Ingham, o “lugar, ou campo, de *potenciais* transações que podem ser conduzidas sob condições monetárias específicas”, definido pela “unidade de conta em cujos termos dívidas são contraídas e quitadas e todas as transações conduzidas” (INGHAM, 2005. p. 71. Tradução livre. Grifo no original). Nas modernas economias capitalistas, o espaço monetário, embora não necessite coincidir com o território nacional, é, tipicamente, segundo Ingham, *espaço soberano*, engendrado antes por decisões políticas do que pelo simples aglutinamento de transações comerciais (*op. cit., loc. cit.*).

invariavelmente, criação de dívida pelo emissor, de maneira que à existência de qualquer modalidade pecuniária corresponde a presença, em algum lugar do sistema social, de um débito denominado na unidade de conta própria ao sistema monetário³⁰². Por exemplo, ao emitir moeda (ou seja, um crédito transmissível), o banco central gera uma dívida, que passa a integrar o seu passivo monetário. As instituições bancárias, por sua vez, emitem moeda mediante a concessão de empréstimos que utilizam cabedais auferidos em depósitos, os quais consistem em dívidas do banco.

Inversamente, a apresentação da moeda para resgate (vale dizer, a entrega de moeda ao emissor, em pagamento de débitos que com ele se tenha) significa liquidação da dívida gerada por ocasião da emissão da moeda e, em consequência, *destruição* de moeda. Assim, a entrega de moeda ao banco central³⁰³ acarreta redução de seu passivo monetário (ou, de outro ângulo de visada, redução da base monetária) e destruição de moeda. Similarmente, a entrega de moeda a uma instituição bancária, em pagamento de um empréstimo que nela se tomou, reduz a quantidade de moeda escritural no sistema econômico e reverte a ação do multiplicador bancário³⁰⁴.

Essa compreensão da moeda demonstra quão imprópria é a figura da “circulação” do dinheiro, tão diletta à teoria econômica. O dinheiro não “flui”, mas passa por uma série de emissões de um agente econômico a outro³⁰⁵. A moeda não é um lubrificante que circula com maior ou menor velocidade na intermediação de trocas, e sim uma relação de crédito e débito entre agentes econômicos. Vender uma mercadoria, nesse sentido, significa trocá-la por um crédito que poderá ser utilizado para liquidar um débito na relação negocial seguinte.

³⁰² INGHAM, 2005. p. 72.

³⁰³ Por exemplo, em pagamento de títulos adquiridos do banco central no mercado aberto, ou ao se liquidar um empréstimo de liquidez anteriormente concedido pelo banco central.

³⁰⁴ A respeito dos conceitos de moeda escritural e de multiplicador bancário, cf. o item 2 deste trabalho.

³⁰⁵ DODD, 1997. p. 23.

A moeda consiste, em conclusão, numa vasta e densa rede de relações multilaterais de débito e crédito que se interconectam e se sobrepõem³⁰⁶. Graças à estrutura institucional do sistema monetário, os créditos produzidos pelos emissores adquirem a feição de meios para o armazenamento e o transporte de unidades de valor abstrato, que podem ser transferidos de um agente econômico a outro. As relações multilaterais de débito e crédito são mediadas por emissores públicos e privados, que contam com a prerrogativa de controlar processos de criação e de destruição de moeda. Semelhante prerrogativa é fonte dos mais agudos conflitos e afeta em particular a distribuição de riqueza e de poder, de modo que assimetrias na participação no produto social podem ser indefinidamente reproduzidas. O poder conferido pela moeda, portanto, não deriva somente da *posse de quantidades de dinheiro*, mas também, e com particular intensidade, do *controle sobre o processo de produção de dinheiro*³⁰⁷.

12. PROCESSO DE PRODUÇÃO DE MOEDA NAS SOCIEDADES CONTEMPORÂNEAS

Verificou-se acima³⁰⁸ que as relações sociais de produção da moeda e do crédito³⁰⁹, nas economias contemporâneas, compõem um setor relativamente autônomo no âmbito do sistema econômico, chamado de sistema monetário (ou financeiro), no qual se destacam determinadas entidades que dispõem da prerrogativa de criar moeda: as *instituições bancárias*. O sistema monetário, que se dedica à produção e à negociação de

³⁰⁶ INGHAM, 2005. p. 73. Por consistir em relações de crédito e débito, a moeda não deve ser confundida com seu (eventual) suporte material. Nas palavras de Innes, “o olho jamais viu, nem a mão tocou um dólar. Tudo o que podemos tocar ou ver é a promessa de pagar ou satisfazer um débito devido por um montante chamado um dólar. (...) O que se encontra estampado na face de uma moeda ou impresso na face de uma nota não interessa em nada; o que interessa, e essa é a única coisa que interessa, é: qual é a obrigação que o emissor daquela moeda ou nota realmente assumiu, e será ele capaz de honrar aquela promessa, qualquer que seja ela?” (INNES, 1914. p. 154. Tradução livre).

³⁰⁷ INGHAM, 2005. p. 4.

³⁰⁸ No item 10.

³⁰⁹ Emprega-se o termo *crédito*, nessa frase, no sentido descrito na nota de rodapé 274. Trata-se, aqui, do *comércio de crédito*.

moeda e de instrumentos financeiros, é caracterizado por uma estrutura social própria de normas e de relações de poder³¹⁰.

A percepção da relativa autonomia do sistema financeiro em relação ao restante do sistema econômico torna possível esclarecer movimentos especulativos que não fazem qualquer sentido nos modelos teóricos que encaram a moeda como mera tradução funcional das relações de troca de mercadorias e de serviços na economia real. Embora não sejam irrelevantes as variáveis da economia real, o valor da moeda é, em boa parte, determinado pelas suas próprias condições de existência no sistema monetário. Em outras palavras, o valor da moeda é influenciado pelos processos de sua produção e negociação e, conseqüentemente, pelos conflitos sociais e políticos que têm por objeto o crédito e as transações especificamente monetárias.

Interessante relato a respeito das características gerais dos sistemas monetários contemporâneos é efetuado por Geoffrey Ingham, que se propôs descrever o tipo ideal da estrutura social de produção de “pura moeda-crédito”³¹¹ em economias capitalistas³¹². O sistema financeiro produz, cotidianamente, uma série de modalidades monetárias. Nem todas, contudo, são completamente aceitas em todo o espaço monetário. Ingham esclarece que os circuitos parciais de crédito e débito correspondentes a modalidades de aceitação restrita organizam-se em uma *hierarquia*, estruturada segundo o grau de fungibilidade das moedas restritas com a moeda de maior aceitação, emitida pelo mais poderoso e legítimo emissor³¹³. A hierarquia de promessas estratifica-se, a depender das avaliações de risco e de lucratividade, em níveis dotados de diferentes taxas de juros,

³¹⁰ INGHAM, 2005. p. 82-83.

³¹¹ O autor chama de *pura moeda-crédito* (*pure credit-money*) a moeda desprovida de garantias de conversibilidade, fundada *exclusivamente* na credibilidade de promessas de pagamento. “O fato institucional do dinheiro é, agora, não mais do que essa credibilidade, na medida em que é estabelecido por regras e convenções que enquadram e legitimam as atividades de tomada e de concessão de empréstimos de todos os agentes no sistema monetário” (INGHAM, 2005. p. 136. Tradução livre).

³¹² Para o que se segue, cf. INGHAM, 2005. p. 134-151.

³¹³ INGHAM, 2005. p. 76.

em cuja base encontra-se a taxa à qual o banco central empresta ao sistema financeiro. A moeda mais procurada (*the most sought-after promise to pay*), que ocupa o topo da hierarquia de promessas, é, em regra, o dinheiro emitido pelo Estado, aceito para o pagamento de tributos e dotado de curso legal, ou seja, idôneo para a liquidação final de dívidas³¹⁴.

O traço distintivo do sistema monetário capitalista é, segundo Ingham, a existência de um *mecanismo social* por cujo intermédio relações privadas de crédito e débito são rotineiramente *monetizadas*, isto é, convertidas na promessa de pagamento mais procurada³¹⁵. Nem todos os créditos privados, entretanto, são passíveis de monetização. A estrutura institucional do sistema monetário (em particular o direito monetário) reserva a determinados agentes o acesso à possibilidade de conversão de suas promessas de pagamento na moeda mais procurada, com o que proíbe a criação de moeda pelos demais agentes econômicos³¹⁶.

O mecanismo de monetização funciona graças a relações complexas que envolvem, por um lado, o sistema financeiro e o Estado e, por outro lado, o Estado e seus credores (detentores de títulos públicos) e devedores (contribuintes). Tais relações são mediadas pelo banco central, que acomoda as promessas privadas de pagamento geradas pelo sistema bancário, convertendo-as em moeda³¹⁷.

O dinheiro estatal é um crédito transmissível denominado na unidade de conta própria ao sistema monetário, ao qual corresponde um débito do Estado (que,

³¹⁴ INGHAM, 2005. p. 135.

³¹⁵ INGHAM, 2005. p. 134-135.

³¹⁶ A restrição parece interessar tanto às instituições bancárias, que excluem do processo de produção endógena de moeda todos os demais agentes financeiros, quanto ao banco central, que detém maior comando sobre fluxos monetários que ocorrem em contas reservas bancárias. O acerto, naturalmente, não é capaz de conter as iniciativas de produção de crédito em outros pontos do sistema, mas permite controle satisfatório sobre os processos de criação de moeda.

³¹⁷ INGHAM, 2005. p. 134-135.

normalmente, integra o *passivo monetário* do banco central). O dinheiro estatal é passível de utilização para a quitação de dívidas com o Estado, com destaque para as exações tributárias. Vem daí, em boa medida, a procura pelo dinheiro estatal, que justifica sua posição no topo da hierarquia de promessas. Como demonstrou a abordagem funcional da teoria estatal da moeda³¹⁸, a demanda pelo dinheiro estatal é grandemente estimulada pela atividade financeira do Estado, pois, além de consistir no maior pagador e recebedor no território nacional, o Estado conta com a prerrogativa de impor coativamente tributos que devem ser pagos na moeda de sua emissão.

A credibilidade da moeda estatal depende da eficiência do Estado na gestão fiscal e monetária e da efetividade das garantias prestadas pela estrutura institucional do sistema monetário. Se o Estado é economicamente viável e capaz de tributar eficazmente, as promessas de pagamento por ele emitidas angariam confiança, tornando-se as promessas mais desejadas do sistema e, conseqüentemente, a base para a criação de todas as demais modalidades monetárias, que lhe são inferiores na hierarquia das promessas³¹⁹. Note-se que, curiosamente, a pujança econômica do Estado, que serve de fundamento para a emissão de moeda, apóia-se basicamente na efetividade da imposição e cobrança de tributos que, por sua vez, são pagos mediante apresentação *da própria moeda estatal*. Confirma-se, assim, a tese creditícia da moeda: a moeda consiste em *puro crédito*, simples *promessa de pagamento* amparada na credibilidade do emissor.

No coração do sistema monetário encontra-se o mercado da dívida pública, que fornece o lastro para a criação de moeda nas economias contemporâneas. Ao aceitar diretamente as promessas estatais de pagamento (ou seja, ao comprar títulos emitidos pelo tesouro), o banco central *monetiza o débito estatal*: cria depósitos na conta

³¹⁸ Sobre o assunto, cf. o item 5.1 desta dissertação.

³¹⁹ INGHAM, 2005. p. 141.

do tesouro, que podem ser utilizados para pagar compromissos estatais³²⁰. Efetuados os pagamentos pelo Estado, os recursos correspondentes tendem³²¹ a se transformar em depósitos em instituições bancárias, os quais, por sua vez, atuam como base para a criação endógena de moeda, mediante o mecanismo do multiplicador bancário³²². O resgate dos títulos públicos em poder do banco central, inversamente, tem por resultado a destruição de moeda: o tesouro entrega moeda ao banco central, com o que se reduz o passivo da autoridade monetária e decresce, conseqüentemente, a quantidade de moeda na economia³²³.

Efeitos similares são obtidos mediante saques ou depósitos efetuados pelo banco central em contas reservas bancárias³²⁴. O banco central *cria moeda* ao efetuar depósitos nas contas mantidas pelos bancos na autoridade monetária, seja em decorrência da aquisição de títulos públicos que se encontravam em poder dos bancos, seja em virtude da concessão de assistência financeira de liquidez. Inversamente, o banco central *destrói moeda* ao efetuar saques em contas reservas bancárias, como resultado da alienação de títulos públicos para os bancos ou da quitação de dívidas decorrentes de anteriores concessões de assistência financeira de liquidez. A criação e a destruição de moeda redundam, respectivamente, em ampliação e em redução da base monetária³²⁵, com efeitos, por sua vez, sobre o funcionamento do multiplicador bancário.

³²⁰ No Brasil, é vedada a aquisição direta de títulos do Tesouro Nacional pelo Banco Central do Brasil, salvo para refinar os títulos que estiverem vencendo em sua carteira (art. 164, § 1º, da Constituição da República e art. 39 da Lei Complementar n.º 101, de 2000). Por essa razão, o Tesouro Nacional somente efetua colocações de títulos em mercado, e a emissão de moeda é realizada pelo Banco Central do Brasil exclusivamente mediante operações realizadas com instituições bancárias (art. 12 da Lei n.º 4.595, de 1964).

³²¹ Com a ressalva da moeda manual mantida pelo público, a depender de sua preferência pela liquidez (cf. o item 2 desta dissertação).

³²² Sobre o conceito de multiplicador bancário, cf. o item 2 desta dissertação.

³²³ No Brasil, é vedado ao Tesouro Nacional adquirir títulos da dívida pública federal existentes na carteira do Banco Central do Brasil, salvo para reduzir a dívida mobiliária (art. 39, § 4º, da Lei Complementar n.º 101, de 2000).

³²⁴ As disponibilidades dos bancos, como se viu no capítulo 1, são mantidas no banco central em contas conhecidas como *reservas bancárias*. No Brasil, a regulamentação de tais contas encontra-se na Circular BCB n.º 3.101, de 2002.

³²⁵ Sobre o conceito de base monetária, cf. o item 2 desta dissertação.

O que define a criação *endógena* de moeda no sistema capitalista é a possibilidade de *monetização* de determinadas promessas privadas de pagamento, mediante sua conversão na moeda situada no topo da hierarquia de promessas³²⁶. A essência do mecanismo repousa na conjugação da injeção *exógena* de moeda de alto poder de expansão pelo banco central com a ação *endógena* do multiplicador bancário. Por obra do multiplicador, as promessas privadas de pagamento produzidas pelas instituições bancárias, com base em reservas fracionárias, são *monetizadas*, vale dizer, convertidas em crédito que partilha da natureza da promessa de pagamento mais procurada: o dinheiro estatal. Como resultado, as promessas de pagamento geradas pelos bancos passam a ser aceitas para o pagamento de tributos e para a liquidação final de dívidas. Em condições normais, a ação constante do banco central sobre o nível agregado de reservas bancárias e sobre a taxa de juros mantém a liquidez do sistema e assegura aceitação à moeda escritural produzida pelo sistema bancário.

O mecanismo de monetização de promessas privadas de pagamento compreende, também, a eventual *destruição* da moeda endógena, que ocorre mediante a quitação dos empréstimos tomados em bancos (ou, em caso de inadimplência, mediante sua baixa na contabilidade como prejuízo da instituição). Fatores diversos, ademais, podem influenciar a capacidade de criação de moeda pelas instituições financeiras. É possível, por exemplo, que ocorram restrições na demanda do sistema econômico por moeda escritural, como acontece quando as instituições bancárias passa a empregar maior rigor nas suas políticas de concessão de empréstimos ou quando se verifica um aumento na *preferência pela liquidez* do público³²⁷. Pode também ocorrer que as intervenções do banco central

³²⁶ Sobre o assunto, cf. INGHAM, 2005. p. 134-144.

³²⁷ Sobre o conceito de preferência pela liquidez, cf. o item 2 desta dissertação.

acarretem um desestímulo à criação privada de moeda, inibindo o funcionamento do multiplicador bancário³²⁸.

A questão é que, distintamente do que faz supor a descrição do processo de produção de moeda que dá ênfase à injeção de moeda na economia pelo banco central, não é acurada a idéia de que a produção de moeda pelo sistema bancário sujeita-se à absoluta constrição *exógena* da autoridade monetária. Nada indica que o banco central tenha total controle sobre a oferta de moeda, independentemente da dinâmica de mercado. Como pondera Ingham,

“tornou-se claro para as autoridades monetárias das maiores economias capitalistas, no final do séc. XX, que os bancos centrais têm pouca escolha, *em curto prazo*, a não ser fornecer os fundos que permitam aos bancos comerciais equilibrar suas contas, aumentando suas reservas após haverem atendido às demandas por empréstimos. Ademais de quaisquer outras considerações, não ceder a tais requerimentos significaria colocar em risco a liquidez do sistema de pagamentos”³²⁹.

De fato, a concessão de empréstimos pelo sistema financeiro não é tão influenciada como se acredita pelo comando exercido pelo banco central sobre a base monetária, respondendo antes a considerações muito distintas: a análise da credibilidade e dos riscos dos potenciais mutuários, com base em critérios socialmente construídos, a consideração da taxa de juros e a maior exploração possível das oportunidades existentes em vista do nível de competição no mercado de crédito³³⁰. A tolerância a um nível maior

³²⁸ Por exemplo, um aumento nos custos da assistência financeira de liquidez pode conduzir os bancos a manter mais reservas disponíveis, para evitar o risco de precisar redescotar títulos em condições excessivamente onerosas. Sobre o assunto, cf. o item 3.2 desta dissertação.

³²⁹ INGHAM, 2005. p. 137. Tradução livre. Grifos no original. Para um relato sobre a experiência estadunidense no séc. XX, cf. WRAY, 2003. p. 98-104.

³³⁰ No dizer de Wray, “a visão convencional de um ‘multiplicador de depósitos’ reverteu a direção da causalidade: bancos não esperam por reservas excedentes antes de concederem empréstimos e criarem depósitos. Na verdade, quando encontra um cliente digno de crédito e uma demanda por um empréstimo, o banco concede o empréstimo. Ele então opera para obter reservas no montante necessário para atender às exigências legais. Se o nível agregado de reservas dos bancos encontra-se baixo, o banco central precisa fornecê-las, seja mediante compras no mercado aberto ou por meio da janela do redesconto; tentar restringir

ou menor de reservas fracionárias depende não só da regulamentação da autoridade monetária, mas também de normas e convenções sociais. Em condições normais, é de se esperar que os bancos emprestem tanto quanto for possível emprestar sem abalo de sua credibilidade, uma vez que reservas não rendem juros.

A estrutura social de produção de moeda sugere, como se vê, que não é correto falar que o banco central, por meio de injeções *exógenas* de moeda, controla integralmente a criação *endógena* de moeda pelo sistema financeiro, ainda que semelhante aparência seja cuidadosamente mantida pelas autoridades monetárias. Tampouco se pode dizer, contudo, que as autoridades monetárias encontram-se indefesas ante a sanha dos interesses financeiros por ativos que permitam atender às demandas de crédito. As necessidades de crédito do sistema financeiro não chegam a impor restrições tais à ação do banco central que retirem completamente o controle do processo de criação endógena de moeda de suas mãos. Este ponto é enfatizado por Ingham:

“a experiência do final do séc. XX sugere que tentativas de controlar *diretamente* a oferta agregada de dinheiro mediante moeda de alto poder de expansão, ou por qualquer outro método, são impraticáveis. O principal instrumento de política monetária é, agora, o controle *indireto* da propensão para o endividamento, isto é, da demanda por moeda-crédito, por meio de taxas de juros”³³¹.

A influência do banco central sobre a criação de moeda por bancos, como se verifica, não se faz sentir *diretamente*, mas deriva, por um lado, do seu poder como provedor de assistência financeira de liquidez, que lhe permite impor exigências aos bancos (em especial aqueles que demonstram incapacidade de administrar os fluxos de

as reservas mediante menos compras no mercado aberto meramente empurra os bancos para a janela. (...) É simplesmente impossível ao Fed recusar-se a fornecer as reservas requeridas pelo sistema” (WRAY, 2003. p. 118. Tradução livre). No mesmo sentido, INGHAM, 2005. p. 137-139.

³³¹ INGHAM, 2005. p. 142. Tradução livre. Grifos no original. Essa é também a opinião de Warren Mosler (cf. MOSLER, acesso em 2006).

criação e de destruição de moeda), e, por outro lado, do seu acesso privilegiado à promessa de pagamento mais procurada (o dinheiro estatal) e da correspondente capacidade de influenciar as variáveis do mercado monetário, em especial a taxa de juros³³².

13. CONFLITOS SOCIAIS LIGADOS À PRODUÇÃO DE MOEDA

A exposição das características do processo de monetização de promessas privadas permite vislumbrar um aspecto de suma relevância para a compreensão apropriada da moeda: a existência de conflitos sociais a respeito da criação de modalidades pecuniárias. A emissão exógena de moeda pelo banco central e a criação endógena de moeda pelos bancos privados não são simplesmente peças do mecanismo de funcionamento do sistema monetário. São, antes, a materialização de interesses historicamente divergentes a respeito da produção monetária: a defesa do monopólio de emissão do soberano, intrinsecamente ligada à apropriação da senhoriagem, e a luta pela concessão de crédito por negociantes privados, capaz de gerar instrumentos financeiros que concorrem com a moeda da autoridade política³³³.

³³² INGHAM, 2005. p. 142. Este texto adota, como se percebe, posição intermédia na discussão entre as abordagens *verticalista* e *horizontalista* da produção de moeda. Segundo a corrente verticalista, o banco central controla diretamente a base monetária e, por essa via, a oferta de moeda. Nessa concepção, a moeda é *exógena*, ou seja, determinada exclusivamente pela autoridade monetária. Para a abordagem horizontalista, a seu turno, a oferta de moeda é gerada *endogenamente* pela demanda por empréstimos bancários, de modo que a influência da política monetária sobre a quantidade de moeda é assaz indireta: resulta dos efeitos de alterações nas taxas de juros provocadas pela ação do banco central. O presente trabalho, na linha dos ensinamentos de Wray, sustenta que a oferta de moeda resulta de um processo que conjuga produção exógena de moeda pelo Estado e criação endógena de moeda pelo sistema bancário; a oferta de moeda reúne, dessa maneira, um elemento vertical e um elemento horizontal. Sobre o assunto, cf. WRAY, 2003. p. 108-115.

³³³ “(...) a questão não é se a moeda é endogenamente ou exogenamente determinada; antes, esses dois termos expressam os dois lados no conflito sobre a produção de moeda-crédito que é típico do capitalismo” (INGHAM, 2005. p. 142. Tradução livre). Ilustrativo do conflito, diga-se de passagem, é o célebre embate ocorrido na Grã-Bretanha entre a *currency school* e a *banking school*, no final do século XVIII e por todo o século XIX (cf. LOPES E ROSSETTI, 2002. p. 189-191). A *currency school* favorecia o poder central e a oferta exógena de moeda pelo Estado, com o fortalecimento do controle do *Bank of England* sobre o sistema financeiro. A *banking school*, a seu turno, batia-se por maior liberdade para a criação endógena de moeda pelos bancos privados. Com os *Bank Charter Acts* de 1844-5, o sistema monetário britânico foi reformado, atendendo, em grande parte, às reivindicações da *currency school*. Controvérsia semelhante desenrolou-se no Brasil, em meados do século XIX, entre *metalistas*, que defendiam um padrão metálico, e *papelistas*, que preferiam um padrão fiduciário (cf. PELÁEZ E SUZIGAN, 1976. p. 71).

As divergências entre emissores, entretanto, são apenas uma parte da história. Agentes econômicos superavitários e deficitários nutrem expectativas discrepantes e freqüentemente contrapostas a respeito da moeda. Aos credores interessam, usualmente, austeridade na gestão monetária e fiscal, moeda estável e taxas de juros elevadas. Devedores, a seu turno, preferem flexibilidade na gestão monetária e fiscal, crédito abundante para a produção e o consumo e taxas de juros moderadas. As contendas entre credores e devedores materializam-se de forma particularmente nítida nas controvérsias sobre a fixação das taxas de juros, em especial a taxa básica do banco central, que influencia todas as demais³³⁴.

O conflito entre agentes superavitários e deficitários assume feições muito peculiares em vista da posição central do endividamento público e da tributação nos processos de criação de moeda³³⁵. Credores do Estado (detentores de títulos da dívida pública) e devedores do Estado (contribuintes) divergem, por exemplo, a respeito da dimensão e das feições da carga tributária e da dívida pública. O Estado, indiscutivelmente o maior devedor individual, tem seus próprios interesses; dele dependem, no entanto, as decisões políticas a respeito da gestão monetária e fiscal, de modo que ele se torna, simultaneamente, o palco das contendas sobre a moeda.

A criação de moeda pelas instituições financeiras também é afetada por pressões oriundas de seus credores (depositantes) e de seus devedores (mutuários), que apresentam interesses distintos, por exemplo, a respeito das taxas de juros, da manutenção de reservas e da disponibilidade de crédito. Credores e devedores das instituições financeiras recebem tratamento diferenciado segundo critérios socialmente construídos, os quais levam em conta, normalmente, a capacidade de interferir nos negócios bancários.

³³⁴ INGHAM, 2005. p. 150.

³³⁵ INGHAM, 2005. p. 79.

Nas esferas mais elevadas, as relações de crédito podem compreender forte dependência da instituição financeira em relação a grandes depositantes e a grandes mutuários³³⁶.

Outra faceta do conflito é revelada pelo fenômeno, típico de fases de expansão econômica, consistente na obtenção de crédito sem recorrer-se ao sistema bancário, de maneira a reduzir o grau de dependência em relação aos produtores privados de moeda. Alguns instrumentos particulares de crédito, a exemplo da securitização de recebíveis, chegam a ostentar alguma transmissibilidade no sistema econômico, a despeito da impossibilidade de monetização. As promessas não monetizáveis que atingem algum grau de mobilidade podem causar certa *instabilidade* no sistema de pagamentos, caso não se consiga sujeitá-las, de alguma forma, ao comando do banco central sobre o sistema financeiro³³⁷. É claro que, quando o assunto é moeda, “instabilidade” significa principalmente desequilíbrio nas estruturas econômicas de poder do sistema monetário.

A gestão pública da moeda não pode ser encarada, destarte, como uma atividade estritamente técnica, guiada exclusivamente pela busca da eficiência econômica. Os termos em que se elabora a estrutura institucional do sistema monetário (e, em especial, o direito monetário) não são irrelevantes em vista da coexistência de necessidades e interesses distintos e frequentemente conflitantes nas economias contemporâneas. Exemplos que confirmam essa assertiva são fáceis de imaginar. Agentes superavitários tendem a desfrutar de mais poder quando o regime para a condução da política monetária é mais austero. Devedores batem-se por limites à cobrança de juros usurários. Industriais e comerciantes defendem gestões monetárias expansionistas e crédito abundante. Detentores de títulos públicos beneficiam-se em maior medida de taxas de juros elevadas do que de

³³⁶ “Como diz o adágio: se você deve ao banco £ 5.000, você está com problemas, mas se a soma é £ 50 milhões, o banco está com problemas. Frequentemente, níveis tão altos de endividamento e inadimplemento precisam ser lançados na contabilidade como prejuízos, de modo a preservar o sistema de pagamentos” (INGHAM, 2005. p. 138. Tradução livre).

³³⁷ INGHAM, 2005. p. 140-141.

gestões flexíveis. Pessoas com dívidas em moeda estrangeira desejam taxas de câmbio fixas em lugar de taxas flutuantes. Empresas ligadas ao comércio exterior preferem ter maior liberdade para manter moeda estrangeira e para escolher o momento apropriado para a contratação do câmbio. A configuração específica da estrutura institucional do sistema monetário, como se verifica, afeta os potenciais recíprocos de influência estratégica dos agentes econômicos e condiciona a possibilidade de atendimento de uma parcela considerável dos interesses e necessidades individuais e coletivos.

Percebe-se, assim, por que economistas e formuladores de políticas públicas divergem tão intensamente a respeito da composição adequada dos agregados monetários: os ativos financeiros não são meros veículos técnicos do crédito, mas armas no conflito pela sobrevivência econômica e, como tais, não se deixam tratar adequadamente em termos formais. Tudo indica que a abordagem teórica que encara a moeda como instrumento para a ampliação da eficiência da economia real, sugerindo que a regulação monetária se desenvolva nos termos de uma racionalidade dirigida a fins, é profundamente descolada da realidade, perpetuando-se unicamente em nome da justificação ideológica da reprodução de assimetrias na distribuição social de riqueza e poder. A descrição apropriada da estrutura institucional do sistema monetário passa, destarte, pela percepção da existência de interesses contrapostos e de agudos conflitos sociais a respeito dos processos de produção e de negociação da moeda.

O presente capítulo apoiou-se nas ciências sociais para colher esclarecimentos sobre a natureza e o funcionamento da moeda nas sociedades contemporâneas. Reservou-se, na narrativa, papel de destaque para a estrutura institucional do sistema monetário. Semelhante postura distingue-se bastante das abordagens empreendidas no âmbito das teorias econômicas ortodoxas, que dedicam pouca atenção às instituições e fiam-se excessivamente na capacidade de auto-regulação do mercado. No

entanto, uma compreensão apropriada do papel da moeda na economia apenas se obtém, ao que tudo indica, caso se dedique alguma atenção à estrutura normativa do mercado.

Imbuído desse espírito, o próximo capítulo dedica-se à formulação de um quadro teórico para o estudo do direito monetário brasileiro. A elaboração do aludido quadro teórico foi orientada pela preocupação em manter a coerência entre a disciplina jurídica e as nuances do seu objeto: a gestão estatal da moeda. É importante alertar, contudo, que a proposta que se expõe no próximo capítulo não deve ser encarada como um estudo definitivo a respeito de alguma pretensa “teoria geral do direito monetário”. Trata-se, apenas, de um esforço no sentido de proporcionar, à doutrina jurídica nacional, uma estrutura analítica apropriada para o estudo do direito monetário no Brasil.

CAPÍTULO 4

PROPOSTA DE QUADRO TEÓRICO PARA O ESTUDO DO DIREITO MONETÁRIO BRASILEIRO

14. VISÃO GERAL DA PROPOSTA

O capítulo anterior referiu-se, algumas vezes, à existência de uma estrutura institucional no seio do sistema monetário, a qual regula o processo de produção de moeda por emissores públicos e privados nas sociedades contemporâneas. A estrutura institucional do sistema monetário compreende específicas relações de poder e normas particulares, jurídicas e não jurídicas, a respeito da moeda e das relações monetárias³³⁸.

A disciplina jurídica ocupa lugar de destaque na estrutura institucional do sistema monetário. Chama-se *direito monetário*, neste trabalho, o conjunto de normas jurídicas que tem por objeto a gestão estatal da moeda³³⁹. Entende-se como *gestão estatal da moeda* (ou *gestão monetária estatal*), por sua vez, o conjunto de atividades desempenhadas pelo Estado com o objetivo de sustentar a *validade* da moeda nacional (inclusive mediante a monetização de promessas particulares de pagamento) e regular o *valor* da moeda em conformidade com os objetivos da política econômica³⁴⁰. O âmbito de incidência do direito monetário, como se verifica, compreende uma parcela das atividades de intervenção estatal na ordem econômica, nomeadamente as atividades ligadas à gestão

³³⁸ Ingham indica, a propósito, que a rede de créditos e débitos que constituem a oferta de moeda, nas economias capitalistas, ampara-se na confiança na palavra empenhada (em especial a palavra dos emissores) e, por conseguinte, pressupõe a existência de uma “rede moral que depende do cumprimento de promessas” (INGHAM, 2005. p. 77. Tradução livre).

³³⁹ Naturalmente, deve-se reconhecer, a par desse conceito (objetivo) de direito monetário como ramo do ordenamento jurídico, também o conceito de direito monetário como parcela da *ciência jurídica* que estuda o direito monetário no sentido objetivo. Por outro lado, não se deve descartar a possibilidade de um direito monetário (e correspondente ciência jurídica) que tenha por objeto a gestão supranacional de moeda, como ocorre com a união monetária européia.

³⁴⁰ Os conceitos de *validade* e de *valor* da moeda serão esclarecidos no item 15 desta dissertação.

pública da moeda nacional. Por essa razão, ele constitui ramo do direito público, mais especificamente do denominado *direito público econômico*³⁴¹.

O Estado desempenha, nas sociedades contemporâneas, um papel essencial em relação à moeda, que encontra tradução em uma disciplina jurídica complexa e multifacetada. O regramento da moeda manuseia um *amálgama de coerção e fidejussão econômica* para sustentar a validade da moeda nacional. Por um lado, esse regramento contém elementos de conformação *coercitiva* da conduta dos agentes econômicos, como, por exemplo, a criminalização de práticas atentatórias ao monopólio estatal de emissão de moeda e a imposição coativa de tributos que devem ser pagos na moeda nacional. Por outro lado, a regulação da moeda apresenta elementos que empregam a *influência econômica* proporcionada pela atividade financeira do Estado para estimular a aceitação espontânea da moeda nacional entre os agentes econômicos. Em síntese, a aceitação da moeda pelos agentes econômicos é mantida pelo Estado, como demonstrou a teoria estatal da moeda, mediante uma combinação de *autoridade jurídica*, proporcionada pela configuração legal do dinheiro, e *influência econômica*, proveniente da atividade financeira do Estado³⁴².

O papel do Estado em relação à moeda não se limita, contudo, a conformá-la juridicamente e a angariar-lhe aceitação entre os agentes econômicos. Além das atividades que o Estado pratica para manter a *validade* da moeda, é preciso levar em consideração a possibilidade de regulação estatal do *valor* da moeda, com o intuito de atender a específicos desígnios da política econômica. Objetivos públicos distintos podem

³⁴¹ O direito público econômico consiste, segundo André de Laubadère, no “direito aplicável às intervenções das pessoas públicas na economia e aos órgãos dessas intervenções” (LAUBADÈRE, 1985. p. 28). No mesmo sentido, Alberto Venancio Filho, na linha de Fernand-Charles Jeantet, conceitua-o como o conjunto de normas jurídicas que tem o objetivo de dar aos poderes públicos a possibilidade de agir ativamente sobre a economia (VENANCIO FILHO, 1998. p. 77).

³⁴² Cf. o item 5.1 deste trabalho.

recomendar que o Estado atue sobre determinadas variáveis do mercado monetário, como a oferta de moeda, a taxa de juros e a paridade com moedas estrangeiras, para moldar o valor da moeda. A essa função dedica-se a política monetária e cambial³⁴³. O estudo do direito aplicável à gestão estatal da moeda, por conseguinte, não pode deixar de lado a formulação e a execução de tais políticas.

O presente capítulo destina-se a oferecer um esboço de quadro teórico para o estudo do direito monetário no Brasil, o qual deve demonstrar-se idôneo para a análise, sob o ponto de vista jurídico, das distintas atividades praticadas no curso da gestão monetária estatal. Os detalhes de semelhante quadro serão especificados nos itens seguintes; no momento, interessa apenas apresentar uma visão geral da proposta.

Esta dissertação sugere que se divida o conjunto das atividades praticadas pelo Estado para gerir a moeda em dois grupos, correspondendo um deles à sustentação da *validade* da moeda e o outro à *regulação do seu valor*. A *validade* da moeda é amparada pelo Estado mediante a fixação das suas características formais e a prática de atos que se destinam a estimular sua aceitação entre os agentes econômicos e a manter a integridade do sistema de pagamentos³⁴⁴. A validação da moeda abrange tarefas como o estabelecimento da unidade de conta, a disciplina do curso legal da moeda e o regramento da monetização das promessas privadas de pagamento emitidas por instituições bancárias.

³⁴³ A política monetária e a política cambial encontram-se intimamente ligadas e são formuladas e executadas, no Brasil, pelas mesmas autoridades (o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil). Por essas razões, o presente capítulo empregará, doravante, a expressão “política monetária” num sentido amplo, que compreende tanto a política monetária (em sentido estrito) quanto a política cambial. Similarmente, as referências aos “instrumentos de política monetária” devem ler-se como alusões ao conjunto dos instrumentos de política monetária e cambial.

³⁴⁴ Na definição colhida em documento do Bank for International Settlements, “sistemas de pagamentos são os meios pelos quais fundos são transferidos entre bancos, e os mais significativos sistemas de pagamentos, aos quais este relatório se refere como sistemas de pagamento sistemicamente importantes, constituem robustos canais pelos quais choques podem ser transmitidos para mercados e sistemas financeiros domésticos e internacionais” (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2005. p. 1. Tradução livre).

A *regulação do valor* da moeda, a seu turno, compreende as atividades estatais que procuram agir teleologicamente sobre as variáveis do mercado monetário, em especial mediante os instrumentos de política monetária. É possível indicar, como exemplos de tarefas estatais ligadas à regulação do valor da moeda, a fixação de níveis mínimos de reservas mantidas pelas instituições bancárias no banco central e as intervenções da autoridade monetária no mercado aberto e no mercado de câmbio.

As atividades estatais dirigidas à validação e à regulação do valor da moeda compõem, portanto, o objeto do direito monetário. A presente dissertação propõe subdividir o conteúdo do direito monetário brasileiro em quatro subconjuntos normativos, em atenção às distinções existentes entre os métodos e os objetivos da gestão monetária: (a) o *regime jurídico da moeda nacional*, (b) o *regime jurídico da produção de moeda*, (c) o *regime jurídico da política monetária* e (d) o *regime monetário*.

Os dois primeiros subconjuntos (os regimes jurídicos da moeda nacional e da produção de moeda) correspondem à disciplina jurídica das atividades ligadas à sustentação da validade da moeda, com foco, respectivamente, no curso da moeda nacional e nos processos de criação, negociação e destruição de moeda no interior do sistema de pagamentos. O terceiro e o quarto subconjuntos (o regime jurídico da política monetária e o regime monetário) compreendem a disciplina jurídica da regulação do valor da moeda, concentrando-se, respectivamente, no quadro normativo geral para a política monetária (inclusive aspectos de sua coordenação com o restante da política econômica, em especial a política fiscal), e na (eventual) disciplina específica para a sua formulação e execução pela autoridade monetária (inclusive regras particulares e metas especificadas numericamente).

O objeto do direito monetário, tal como proposto neste texto, deixa de fora a disciplina jurídica da atualização monetária de obrigações, ou seja, o conjunto de normas que é editado, em situações de constante e elevada desvalorização da moeda, como meio de preservar o equilíbrio econômico de contratos que envolvem prestações pecuniárias cuja execução se prorroga no tempo. A decisão de excluir tais normas do âmbito do direito monetário deve-se ao entendimento de que a atualização monetária diz respeito mais propriamente ao reajuste do valor de *obrigações pecuniárias* do que à regulação do valor da moeda em si³⁴⁵. O regramento atinente à atualização monetária, portanto, integra o conjunto da regulamentação estatal da atividade privada, mas queda excluído do direito monetário, tal como delineado neste texto.

É possível, com base nos elementos sucintamente expostos acima, esboçar um quadro teórico para o estudo do direito monetário brasileiro, com os correspondentes objetos na esfera da gestão monetária estatal (Quadro 2). Os elementos desse quadro teórico serão apresentados com mais vagar no item seguinte. Naturalmente, não se deve esperar da exposição subsequente o esgotamento da matéria, que em muito ultrapassa os propósitos deste trabalho. Procura-se apenas identificar os âmbitos de regulação sugeridos mediante a apresentação de exemplos retirados do direito positivo. Preliminarmente à investigação dos ramos do direito monetário brasileiro, entretanto, parece conveniente esclarecer o sentido em que se empregam, na presente dissertação, os termos “validade” e “valor” da moeda, em torno dos quais se estrutura a distinção das tarefas da gestão monetária estatal. É o que se faz a seguir.

³⁴⁵ Distintamente do critério acolhido neste texto, Mendes e Nascimento incluem o regramento alusivo às obrigações monetárias no objeto do direito monetário: cf. MENDES E NASCIMENTO, 1991. p. 42-53.

	<i>Objetivos da gestão monetária estatal</i>	<i>Subconjuntos normativos</i>	<i>Objetos da regulação</i>	<i>Exemplos</i>
DIREITO MONETÁRIO	Sustentação da validade da moeda	Regime jurídico da moeda nacional	Características formais da moeda nacional Curso da moeda nacional Hipóteses de emprego da moeda estrangeira em território nacional	Instituição da unidade de conta; curso legal da moeda nacional; repressão à falsificação e adulteração de moeda; imposição do uso da moeda nacional nos pagamentos no país, nos orçamentos públicos e nos pagamentos e recebimentos efetuados pelas caixas estatais (em especial a cobrança de tributos)
		Regime jurídico da produção de moeda	Processos de criação, negociação e destruição de moeda Sistema de pagamentos	Monopólio de emissão pelo banco central; disciplina da criação de moeda pelas instituições bancárias; regras sobre a transferência de ativos financeiros e a compensação e a liquidação de obrigações no sistema de pagamentos
	Regulação do valor da moeda	Regime jurídico da política monetária	Objetivos gerais, competências, instrumentos e limites para a condução da política monetária	Competências do banco central para intervir em mercado aberto e para prestar assistência financeira às instituições financeiras; regras sobre recolhimentos compulsórios; proibição de financiamento do tesouro nacional pelo banco central.
		Regime monetário	Regras específicas para a formulação e a execução da política monetária, reduzindo a discricionariedade do banco central.	Estabelecimento de metas numéricas para determinadas variáveis econômicas, como a taxa de câmbio ou a taxa de inflação; regras estritas sobre o emprego dos instrumentos de política monetária, com o objetivo de atingir as metas politicamente fixadas.

Quadro 2: quadro teórico para o estudo do direito monetário no Brasil.

15. VALIDADE E VALOR DA MOEDA

A compreensão adequada do objeto do direito monetário demanda certo cuidado na análise dos distintos tipos de atividade que o Estado desenvolve com o intuito de gerir a moeda, pois existem diferenças marcantes entre os métodos e os objetivos da intervenção estatal no sistema monetário. Em linhas gerais, entretanto, parece ser possível afirmar que a gestão monetária estatal dedica-se, mediante o emprego de instrumentos *coercitivos* ou *fiduciários*³⁴⁶, à sustentação da *validade* da moeda ou à regulação do seu *valor*.

A elucidação do conceito de *validade* da moeda pode apoiar-se nas considerações de Max Weber a respeito do assunto. Acima³⁴⁷ esclareceu-se que o sociólogo alemão vislumbrava na validade da moeda uma dimensão *formal* e uma dimensão *material*. A validade *formal* da moeda, segundo Weber, consiste na possibilidade (convencional ou juridicamente garantida) de empregá-la para efetuar pagamentos. Nesse sentido, a moeda é, na doutrina de Weber, um *meio de pagamento*. A validade *material*, a seu turno, corresponde à capacidade da moeda de preencher as expectativas de seu detentor a respeito da probabilidade duradoura de trocá-la por outros bens. Nesse sentido, a moeda é, para Weber, um *meio de troca*³⁴⁸. Weber define a moeda mediante a conjugação de ambas as dimensões³⁴⁹.

³⁴⁶ A distinção dos instrumentos estatais de intervenção na economia em *coercitivos* e *fiduciários* apóia-se na classificação elaborada por Castro, que foi exposta no item 3 desta dissertação.

³⁴⁷ No item 5.1 desta dissertação.

³⁴⁸ WEBER, 2000. p. 45-46.

³⁴⁹ Segundo Weber, “denominamos *dinheiro* um meio de pagamento cartal que serve de meio de troca” (WEBER, 2000. p. 46. Grifo no original). Para a crítica da estratégia de utilizar o conceito de meio de troca e de meio de pagamento para definir o dinheiro, cf. o item 8.1 desta dissertação.

Para Weber, por conseguinte, não basta, para a validade do dinheiro, a simples consagração formal do curso legal³⁵⁰ ou a mera idoneidade material para atuar como meio de troca³⁵¹. A validade da moeda tem uma dimensão dupla, *formal e material*: ela precisa, por um lado, ser juridicamente (ou convencionalmente) instituída e, por outro lado, ostentar significação econômica.

Este trabalho propõe, na linha de Weber, atribuir ao conceito de *validade* da moeda um caráter complexo, que reúne uma dimensão *formal* e uma dimensão *material*. Diz-se *válida*, no sentido acolhido por este texto, a moeda que: (a) sob o aspecto *formal*, é juridicamente constituída e disciplinada; e (b) sob o aspecto *material*, é socialmente reconhecida³⁵² e efetivamente aceita pelos agentes econômicos para a prática de operações monetárias, a exemplo da intermediação de trocas, a reserva de valor e a especulação financeira. A moeda considera-se válida, em outras palavras, quando o *crédito* gerado pelo emissor, na *forma* prescrita pela estrutura institucional do sistema monetário, veicula *efetivamente* uma pretensão autônoma e socialmente reconhecida a certa participação no produto social, de modo que passa a ser objetivamente recebido e transmitido pelos agentes econômicos nos negócios encetados em mercado.

Decorre da dimensão *material* da validade da moeda que o dinheiro *necessariamente* ostenta *valor* econômico. Afinal, a moeda, por definição, consiste em um

³⁵⁰ Autores há que, impressionados com a importância do direito para a constituição da moeda, chegam a conceituar a moeda como *norma jurídica*. Letácio Jansen, por exemplo, sustenta que o dinheiro deve ser visto “simultaneamente como norma monetária e como ato jurídico monetário”, de modo que “a moeda, como norma monetária geral é o fundamento de validade de todas as normas monetárias individuais ou particulares” (JANSEN, 1991. p. 134-135). Semelhante definição revela excessivo normativismo, visível, aliás, na proposta de Jansen de aplicar à moeda a teoria pura de Kelsen (sobre o assunto, JANSEN, 1988. p. 3-24).

³⁵¹ “(...) a qualidade de meio de pagamento, por mais necessário que seja destacá-la como parte do conceito, não é a que define o dinheiro. À *possibilidade* de troca de determinada espécie de dinheiro, em comparação com outros bens definidos – possibilidade que se baseia na estimativa de seu valor em relação aos bens de mercado – denominamos validade *material* (em oposição: (1) à validade *formal*, legal, como meio de pagamento, e (2) à obrigação legal, muitas vezes existente, de utilização *formal* de determinado dinheiro como meio de troca)” (WEBER, 2000. p. 113. Grifos no original).

³⁵² Recorde-se, a propósito, que Simmel já indicava a necessidade do reconhecimento social para que a moeda pudesse incorporar valor econômico (sobre o assunto, cf. o item 8.2 desta dissertação).

crédito que incorpora certa medida de valor econômico, expressa na unidade de conta do sistema monetário³⁵³. Não obstante, as eventuais oscilações no valor da moeda não chegam, em condições normais, a afetar a sua *validade*: uma moeda não deixa de ser válida, no sentido deste trabalho, apenas por apresentar aumentos ou reduções moderadas em seu valor.

Dessa constatação não decorre, todavia, a implicação de que o específico valor da moeda seja sempre irrelevante para a gestão monetária. Alterações no valor interno ou externo³⁵⁴ da moeda afetam diversas variáveis econômicas e interferem no funcionamento do sistema econômico. Vem daí o interesse público em atuar sobre as oscilações no valor da moeda, para adequá-lo aos objetivos da política econômica.

O *valor* da moeda, no sentido deste texto, mais não é, por conseguinte, que a dimensão material da *validade* da moeda. Propósitos analíticos relacionados à compreensão da gestão monetária estatal, não obstante, justificam que, em determinadas circunstâncias, o valor da moeda seja tratado como um fenômeno apartado da sua validade. Isso ocorre porque existem atividades realizadas no âmbito da gestão monetária que se dedicam especificamente à regulação do valor da moeda; esse é o caso da política monetária. Tais atividades não se confundem com outras que se destinam simplesmente a angariar aceitação para a moeda entre os agentes econômicos, às quais interessa apenas que a moeda incorpore (algum) valor. É possível afirmar, em síntese, que a regulação do valor monetário *pressupõe* a constituição (formal e material) da moeda e *afeta* a sua validade material, de acordo com os objetivos da política econômica³⁵⁵.

³⁵³ Cf. o item 11 desta dissertação.

³⁵⁴ A respeito da distinção entre valor *interno* e valor *externo* da moeda, cf. a nota de rodapé 135 desta dissertação.

³⁵⁵ Como se verifica, a cisão analítica entre *validade* e *valor* da moeda diz respeito a fenômenos que, na prática, encontram-se sempre interligados e não se distinguem com tanta nitidez. Por exemplo, o valor do dinheiro pode ser influenciado por alterações em seu regime jurídico, assim como estimativas quanto ao futuro valor da moeda podem afetar sua aceitação e eventualmente conduzir a sua completa rejeição. A

O *valor* da moeda é socialmente construído no curso das relações monetárias encetadas entre agentes econômicos³⁵⁶. Embora não sejam irrelevantes as variáveis da economia real, o valor do dinheiro é particularmente influenciado pelos processos de produção, negociação e destruição da moeda no sistema financeiro e, conseqüentemente, pelos conflitos sociais e políticos que têm por objeto o crédito e as transações especificamente monetárias. A incerteza quanto ao futuro desempenha, nesse caso, papel da maior relevância: o valor das modalidades monetárias concretas resulta de sua negociação em mercado, a qual é determinada pelas expectativas dos agentes econômicos quanto à evolução de diversas variáveis econômicas monetárias e reais³⁵⁷.

Semelhantes expectativas não se parecem em nada, na vida real, com as suposições subjacentes aos modelos econômicos: os agentes concretos não são seres que se orientam exclusivamente pelo interesse na maximização do lucro, e suas expectativas não decorrem da avaliação racional de informações perfeitas e disponíveis sem restrições. Intuição, impulso, fé, boato, pânico e outros tantos fatores irracionais influenciam perceptivelmente o funcionamento de mercados financeiros³⁵⁸. Ademais, o acesso assimétrico à informação atua, nesses mercados, como um importante mecanismo de concentração de poder e de exclusão. Acresça-se que as previsões da teoria econômica, a despeito da notória incapacidade para explicar determinados fenômenos, desempenham papel não desprezível na definição do valor da moeda, pois suas explicações influenciam o agir econômico e, por conseguinte, atuam *reflexivamente* sobre o valor das modalidades

emissão exógena de moeda é, simultaneamente, a culminação do processo de validação do dinheiro estatal e o principal instrumento para a regulação do valor da moeda. Ainda assim, a distinção parece ser proveitosa para destacar as diferentes atividades desenvolvidas no âmbito da gestão monetária estatal.

³⁵⁶ Como salienta Weber, “dinheiro ou meios de troca ou de pagamento têm qualidade simbólica, na medida em que, além de seu emprego como tais, não gozam (em regra, não gozam mais) primariamente de valor próprio; têm qualidade material, na medida em que seu valor *material*, como tal, está ou *pode* estar influenciado pela avaliação de sua aplicabilidade como bens de uso” (WEBER, 2000. p. 46. Grifos no original).

³⁵⁷ Cf. o item 10 desta dissertação.

³⁵⁸ Sobre o assunto, cf. KINDLEBERGER, 2005, em especial p. 33-54.

pecuniárias concretas, para não mencionar a justificação ideológica que proporcionam³⁵⁹. Nesse quadro desenvolve-se a regulação estatal do valor da moeda: as intervenções das autoridades monetárias em mercado atuam, em especial, sobre as expectativas dos agentes econômicos quanto à evolução de diversas variáveis econômicas e, por essa via, procuram conformar suas condutas segundo os objetivos da política econômica.

16. QUADRO TEÓRICO PARA O ESTUDO DO DIREITO MONETÁRIO NO BRASIL

Os conceitos de validade e de valor da moeda apresentam relevância para a compreensão das tarefas com que se defronta a gestão monetária estatal no Brasil. Propõe-se subdividir o *objeto* do direito monetário brasileiro contemporâneo em duas tarefas essenciais, a depender do objetivo da gestão monetária e do caráter dos instrumentos empregados: a *sustentação da validade* da moeda nacional (que utiliza, em especial, instrumentos de cunho *coercitivo*) e a *regulação do valor* da moeda nacional (que emprega, predominantemente, instrumentos de caráter *fiduciário*).

A proposta compreende, ademais, a repartição de cada um dos âmbitos de regulação em dois subconjuntos normativos, de modo que o conteúdo do direito monetário no Brasil apresenta-se seccionado em quatro ramos. Da sustentação da validade da moeda ocupam-se, precipuamente, o regime jurídico da moeda nacional e o regime jurídico da produção de moeda. Disciplinam a regulação do valor da moeda, a seu turno, o regime jurídico da política monetária e, quando existente, o regime monetário. Os subitens seguintes dedicam-se à apresentação de cada um dos referidos ramos.

³⁵⁹ Cf. o item 10 desta dissertação.

16.1. REGIME JURÍDICO DA MOEDA NACIONAL

O *regime jurídico da moeda nacional* integra o conjunto de atividades estatais dirigidas à sustentação da validade da moeda. Ele o faz mediante o emprego de um *amalgama* de *coerção* e de *influência econômica*, que cria as condições para a aceitação da moeda nacional entre os agentes econômicos. Chama-se regime jurídico da moeda nacional, neste trabalho, a parcela do direito monetário que se dedica a: (a) estabelecer as características formais da moeda nacional, aí incluída a proteção contra agressões, como a falsificação e a adulteração; (b) disciplinar o curso da moeda nacional, inclusive o seu emprego como meio de pagamento; e (c) regular as hipóteses de emprego da moeda estrangeira em território nacional.

O regime jurídico da moeda nacional apresenta, em primeiro lugar, uma dimensão *coercitiva*, que consiste na instituição das características formais da moeda nacional pelo direito e na disciplina do seu emprego no território nacional por meio de regras jurídicas acompanhadas da ameaça de sanções. Integram o regime jurídico da moeda nacional instrumentos que ostentam, na classificação de Castro acima referida³⁶⁰, o caráter de *intervenção direta coercitiva* na economia, pois pressupõem a possibilidade, em determinadas condições, de apelo ao poder de comando do Estado para a aplicação de sanções coercitivas. É o que ocorre, por exemplo, quando o direito brasileiro comina nulidade às estipulações de pagamento em moeda estrangeira, ou quando impõe o uso da moeda nacional para a realização de determinados pagamentos, ou, ainda, quando considera crime a adulteração de moeda.

Além dessa dimensão propriamente *coercitiva* da disciplina das características e do curso da moeda nacional, esse ramo do direito monetário serve-se ainda

³⁶⁰ Cf. item 3 desta dissertação.

da atividade financeira estatal para *incentivar* o emprego espontâneo da moeda pelos agentes econômicos. A importância da atividade financeira estatal, nesse contexto, reside na possibilidade de mobilização, pelo ordenamento jurídico, do potencial de influência econômica proporcionado pelas receitas e despesas fiscais, com o objetivo de promover a aceitação espontânea da moeda pelos agentes econômicos.

Ao prescrever o uso da moeda nacional nos pagamentos e recebimentos efetuados pelo Estado, o ordenamento jurídico utiliza a atividade fiscal *preexistente* para incentivar o uso voluntário da moeda pelos agentes econômicos. Isso ocorre porque, como bem demonstrou a teoria estatal da moeda³⁶¹, o Estado é, dentro do território nacional, o maior pagador e o maior recebedor, e aos agentes econômicos interessa receber ativos de maior difusão, em especial se são desprovidos de valor intrínseco, como ocorre com as moedas fiduciárias.

As receitas e despesas públicas, contudo, não são *especificamente desenhadas* para proporcionar validade à moeda nacional. Ao programar as receitas e despesas do Estado, a gestão financeira estatal normalmente orienta-se por objetivos *fiscais*, e não pelo interesse específico em angariar aceitação para a moeda nacional. Assim, a relevância da atividade econômica do Estado para o regime jurídico da moeda nacional é apenas *indireta*. A específica configuração institucional das receitas e das despesas públicas não é tão importante quanto o seu *volume*: uma vez que se estabeleça *juridicamente* a obrigatoriedade do pagamento das receitas e das despesas públicas em moeda nacional, com a conseqüente difusão do seu uso entre os agentes econômicos, as características específicas de tais verbas são pouco relevantes. Como conseqüência, o regime jurídico da moeda nacional dispensa a existência de uma estrutura orgânica

³⁶¹ Cf. item 5.1 desta dissertação.

específica. Basta-lhe a existência de determinado volume de atividade financeira estatal e o aparato ordinário para a edição e a aplicação coativa de normas jurídicas³⁶².

A norma fundamental no regime jurídico da moeda nacional é, sem dúvida, a que institui a unidade de conta, a qual, como se verificou acima³⁶³, torna possível o agir econômico racional orientado pela maximização do lucro e constitui pressuposto de todas as demais funções monetárias. A unidade de conta do sistema monetário brasileiro é o Real, que conta com curso legal em todo o território nacional³⁶⁴. O regime jurídico compreende, além disso, uma série de disposições que conjugam a coerção e o estímulo econômico proporcionado pela atividade financeira estatal para suscitar o mínimo de aceitação necessário para permitir o emprego da moeda pelos agentes econômicos. Tais preceitos são, exemplificativamente, os seguintes:

a) a consagração do curso legal da moeda nacional, que reveste a moeda da condição de instrumento para a liquidação final de obrigações no sistema monetário³⁶⁵;

b) a instituição de penalidades contra a denegação do curso legal da moeda nacional (ou seja, o estabelecimento de penas aplicáveis na hipótese de recusa de aceitação da moeda em pagamento, pelo seu valor nominal)³⁶⁶;

³⁶² Nesse ponto, esse regime distingue-se do regime jurídico da política monetária, que regula a organização e as competências da estrutura burocrática específica da autoridade monetária.

³⁶³ Cf. item 8.1 desta dissertação.

³⁶⁴ Dispõem sobre as características da unidade de conta e a extinção da anterior (o Cruzeiro Real) os art. 1º e 2º da Lei n.º 9.069, de 1995. O Real foi instituído pela Medida Provisória n.º 542, de 30 de junho de 1994, que foi reeditada, sob diferentes numerações, até converter-se na Lei n.º 9.069, de 1995. A respeito dos pressupostos acolhidos para a elaboração do plano de estabilização econômica que introduziu a nova unidade de conta (o chamado Plano Real), cf. FRANCO, 1995. p. 27-78.

³⁶⁵ O curso legal do Real foi imposto pelo art. 1º da Lei n.º 9.069, de 1995.

³⁶⁶ A recusa de moeda de curso legal constitui contravenção penal (art. 43 do Decreto-lei n.º 3.688, de 3 de outubro de 1941).

- c) a criminalização da falsificação e da adulteração da moeda nacional³⁶⁷;
- d) a imposição da moeda nacional como *moeda de pagamento* das obrigações exequíveis em território nacional (ou seja, o *curso forçado qualificado* da moeda nacional)³⁶⁸;
- e) o estabelecimento de hipóteses estritas para o emprego da moeda estrangeira em território nacional³⁶⁹;
- f) a determinação do emprego da unidade de conta nacional em demonstrações contábeis e balanços e na descrição de preços e valores de bens, serviços e ativos financeiros³⁷⁰;
- g) a imposição do uso da moeda nacional nos orçamentos públicos e nos pagamentos e recebimentos efetuados pelas caixas estatais, com ênfase na cobrança de tributos³⁷¹;
- h) a vedação da indexação de obrigações pecuniárias exequíveis em território nacional ao ouro ou à moeda estrangeira (ou seja, a imposição da moeda nacional como *moeda de conta*)³⁷².

³⁶⁷ Os art. 289, 290 e 291 do Código Penal brasileiro (Decreto-lei n.º 2.848, de 7 de dezembro de 1940) dispõem, respectivamente, sobre os crimes de moeda falsa, os assimilados ao de moeda falsa e o de petrechos para falsificação de moeda.

³⁶⁸ Sobre o conceito de curso forçado qualificado, cf. item 5 desta dissertação. O curso forçado qualificado no Brasil remonta ao Decreto n.º 23.501, de 27 de novembro de 1933, que afastou a regra da liberdade de estipulação da moeda de pagamento contida no art. 947 do antigo Código Civil brasileiro (Lei n.º 3.071, de 1º de janeiro de 1916) e cominou nulidade à estipulação de pagamento “em moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal” (art. 2º). O aludido Decreto foi revogado pelo Decreto-lei n.º 857, de 1969, em vigor, cujo art. 1º inflige nulidade às obrigações pecuniárias exequíveis em território nacional que tragam estipulação de pagamento em ouro ou em moeda estrangeira ou que, por alguma forma, recusem ou restrinjam o curso legal da moeda nacional. O art. 2º do Decreto-lei veicula algumas ressalvas à obrigatoriedade de utilização da moeda nacional, afastando as perplexidades que derivavam da inflexibilidade dos termos do Decreto n.º 23.501, de 1933, que não excepcionava sequer os negócios internacionais ou as operações de câmbio. Vedam o pagamento em ouro ou em moeda estrangeira, ainda, o art. 1º da Lei n.º 10.192, de 14 de fevereiro de 2001, e o art. 318 do vigente Código Civil brasileiro (Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002).

³⁶⁹ Art. 2º do Decreto-lei n.º 857, de 1969. A disciplina do controle do fluxo de divisas, entretanto, integra o regime jurídico da política monetária.

³⁷⁰ Art. 5º da Lei n.º 9.069, de 1995.

³⁷¹ A imposição decorre do art. 5º da Lei n.º 9.069, de 1995, que obriga que todas as expressões pecuniárias no território sejam grafadas em Real, e do art. 1º do Decreto-lei n.º 857, de 1969, que considera nulas as obrigações exequíveis no Brasil que não tragam estipulação de pagamento em moeda nacional. A legislação fiscal também traz dispositivos que consagram o uso da moeda nacional. O art. 162 do Código Tributário Nacional (Lei n.º 5.172, de 25 de outubro de 1966), por exemplo, impõe o pagamento de tributos “em moeda corrente” ou em outras modalidades a ela conversíveis.

Disposições como as acima referidas não apenas impõem coativamente o uso da moeda nacional, mas estimulam seu emprego voluntário por inspirarem, nos recebedores da moeda, a confiança em que poderão utilizá-la no futuro para quitar suas próprias obrigações pecuniárias, em vista de sua difusão e aceitação generalizada entre os agentes econômicos dentro do território nacional.

A sustentação da validade da moeda brasileira pelo ordenamento jurídico pátrio não se limita, contudo, ao delineamento das características formais da moeda nacional e à disciplina do seu curso no território nacional. A manutenção de um sistema de pagamentos bem estruturado é indispensável para a existência da moeda nas complexas economias contemporâneas. Por essa razão, o direito monetário brasileiro também regula o processo de criação e de destruição de moeda, bem como os fluxos dos créditos gerados pelos emissores no interior do sistema de pagamentos. Disso trata o regime jurídico da produção de moeda.

16.2. REGIME JURÍDICO DA PRODUÇÃO DE MOEDA

Chama-se *regime jurídico da produção de moeda* a parcela do direito monetário brasileiro que, por um lado, disciplina os processos exógenos e endógenos de criação, negociação e destruição de moeda no sistema monetário e que, por outro lado, dispõe sobre as condições necessárias para a manutenção da integridade do *sistema de pagamentos brasileiro*³⁷³. O regime jurídico da produção de moeda regula a monetização de débitos públicos e privados e os fluxos de créditos e débitos no interior do sistema de pagamentos.

³⁷² Vedam a indexação a unidades de conta diversas da nacional, hoje, o art. 6º da Lei n.º 8.880, de 27 de maio de 1994; o art. 1º, parágrafo único, da Lei n.º 10.192, de 2001; e o art. 318, segunda parte, do vigente Código Civil.

³⁷³ O *sistema de pagamentos brasileiro*, na dicção do art. 2º da Lei n.º 10.214, de 27 de março de 2001, consiste no conjunto de entidades, sistemas e procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas.

A primeira tarefa do regime jurídico da produção de moeda consiste na regulação dos traços básicos da emissão de moeda estatal, a começar pela usual concessão do monopólio de emissão ao banco central. Segundo a Constituição da República, a competência privativa da União para emitir moeda³⁷⁴ deve ser exercida exclusivamente pelo Banco Central do Brasil³⁷⁵. Semelhante norma não afasta, naturalmente, a possibilidade de produção de moeda pelas instituições financeiras, por intermédio do mecanismo do multiplicador bancário. Diversamente, a consagração constitucional do monopólio estatal de emissão tem o duplo sentido de (a) reservar ao Banco Central do Brasil a capacidade de emitir dinheiro estatal mediante a monetização da dívida pública mobiliária e (b) conferir à Autarquia o controle sobre as dimensões da base monetária, por meio do manuseio dos instrumentos de política monetária. Em outras palavras, o monopólio de emissão de moeda reveste o Banco Central do Brasil da condição de autoridade monetária brasileira.

No que diz respeito à emissão estatal de dinheiro, o regime jurídico da produção de moeda restringe-se às normas gerais relativas às prerrogativas de emissão pela autoridade monetária, ou seja, à capacidade de monetização da dívida pública. A dinâmica das emissões, no entanto, orienta-se pelos objetivos da regulação do valor da moeda, de modo que se insere nas atividades de política monetária. Por essa razão, as emissões específicas de moeda pelo Banco Central do Brasil são disciplinadas pelas normas referentes à política monetária, nos termos do regime monetário acaso existente³⁷⁶.

Integra o regime jurídico de produção de moeda, em segundo lugar, o regramento da monetização das promessas privadas de pagamento emitidas por instituições bancárias. A prerrogativa de criação privada de moeda, por meio do mecanismo do

³⁷⁴ Art. 21, VII, da Constituição da República.

³⁷⁵ Art. 164, *caput*, da Constituição da República.

³⁷⁶ Sobre o assunto, cf. os itens 16.3 e 16.4 desta dissertação.

multiplicador bancário, constitui atividade privativa das instituições bancárias, reprimindo-se juridicamente o seu exercício por outros indivíduos e entidades³⁷⁷. O funcionamento do multiplicador bancário apenas é possível graças à construção jurídica que equipara a *mútuos* os depósitos de coisas fungíveis (como o dinheiro)³⁷⁸. Como resultado da equiparação, os depósitos à vista dos correntistas de uma instituição bancária são considerados como *créditos* contra ela. Dispensa-se o banco, assim, de manter reservas integrais sobre os depósitos recebidos, bastando-lhe conservar reservas fracionárias suficientes para atender às demandas ordinárias de saques. As quantias que excedem às reservas fracionárias podem ser empregadas na concessão de empréstimos, com o que as instituições bancárias criam moeda.

O processo de criação de moeda escritural pelas instituições bancárias, que é elementar para a operação do sistema de pagamentos, resulta, contudo, de algo mais do que a mera disponibilidade de reservas bancárias. Ele depende, em primeiro lugar, da confiança dos depositantes na higidez da instituição financeira e, em segundo lugar, da demanda de empréstimos por agentes econômicos idôneos (ou seja, agentes que atendam às exigências socialmente construídas para a concessão de empréstimos). Em outras palavras, a criação endógena de moeda envolve relações de confiança entre o emissor (banco), seus credores (depositantes) e seus devedores (mutuários)³⁷⁹. Por isso, o

³⁷⁷ A criação de moeda depende da captação de depósitos à vista, atividade a que são admitidas apenas as instituições bancárias, na forma de autorização concedida pelo Banco Central do Brasil (art. 10, X, da Lei n.º 4.595, de 1964). Da mesma maneira, a concessão remunerada e profissional de empréstimos, com base em recursos captados do público, constitui atividade privativa de instituições financeiras (art. 17 e 18 da Lei n.º 4.595, de 1964). A violação de tais preceitos acarreta sanções administrativas (art. 44 da Lei n.º 4.595, de 1964) e criminais (art. 16 da Lei n.º 7.492, de 16 de junho de 1986).

³⁷⁸ Cf. o art. 645 do vigente Código Civil brasileiro.

³⁷⁹ Afirma Ingham, a respeito do assunto, que “a confiança é requerida em ambos os lados da relação monetária. Em primeiro lugar, a oferta e a demanda de moeda-crédito é mediada por normas de credibilidade e de moralidade do endividamento. A criação de moeda baseia-se na avaliação do banco acerca da capacidade de pagamento do devedor. O crédito é ‘racionado’ de acordo com critérios socialmente construídos, e a moldura normativa das quebras procura distinguir os agentes desonestos dos genuínos perdedores no processo competitivo (...). Em segundo lugar, os credores dos emissores (depositantes) – ou seja, os detentores das obrigações dos emissores – devem ter confiança na viabilidade dos emissores. A consideração desse aspecto desperta a atenção para o fato de que, em um sistema de puro crédito, é a efetiva

regramento da criação de moeda pelos bancos, que pressupõe a possibilidade de execução coativa de dívidas, compreende uma série de regras prudenciais que amparam a confiança na solvência dos emissores privados e fixam padrões mínimos para a qualidade dos ativos da instituição financeira³⁸⁰.

O regime jurídico da produção de moeda, por fim, disciplina também o sistema de pagamentos brasileiro, cuja integridade é mantida pela existência de garantias institucionais a respeito da efetividade das transferências de créditos e das liquidações de obrigações no interior do sistema monetário³⁸¹. Impactos na credibilidade dos emissores de moeda podem aumentar enormemente a *preferência pela liquidez*³⁸² dos agentes econômicos e conduzir à literal paralisação do sistema de pagamentos, em virtude da destruição crônica de moeda. Nessa situação, potenciais depositantes apegam-se à moeda manual, o consumo se retrai, as instituições financeiras abstêm-se de emprestar e mantêm elevados níveis de reservas voluntárias, e o crédito escasseia e sufoca a atividade produtiva³⁸³. A manutenção da integridade do sistema de pagamentos constitui pressuposto para a aceitação dos créditos produzidos pelos emissores de moeda e, por conseguinte, para a *validade* da moeda.

A disciplina jurídica do sistema de pagamentos brasileiro orienta-se pela dupla preocupação em aproveitar os recursos disponíveis com maior racionalidade e em afastar o risco de crises em redes multilaterais de pagamentos progressivamente mais

operação do sistema de pagamentos – fluxo e refluxo [‘efflux and reflux’] – que constitui a moeda” (INGHAM, 2005. p. 77. Tradução livre).

³⁸⁰ Um exemplo é a Resolução CMN n.º 2.099, 17 de agosto de 1994, que aprovou, no Brasil, as recomendações feitas em 1988 pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia.

³⁸¹ A preocupação com a segurança, a transparência e a credibilidade, a propósito, orienta os *core principles* para a constituição de sistemas de pagamentos “sistemicamente relevantes”, editados pelo Comitê de Sistemas de Pagamentos e Compensações, no âmbito do Banco de Compensações Internacionais (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2001).

³⁸² Sobre esse conceito, cf. item 2 desta dissertação.

³⁸³ Em tal caso, a mera injeção de moeda na economia pelo banco central pode ser inócua, contribuindo apenas para inchar as disponibilidades bancárias. Isso ocorre porque o que normalmente está em jogo, numa depressão, é a base fiduciária do sistema de pagamentos. A escassez que se precisa remediar, nessa hipótese, não é de meios de pagamento, mas de credibilidade. Sobre o assunto, cf. GALBRAITH, 1997. p. 177-191.

complexas. O ordenamento jurídico brasileiro, por isso, prevê mecanismos institucionais, controles e garantias que, por um lado, permitem efetuar eficientemente a compensação das obrigações contraídas no sistema monetário, com o conseqüente aumento da liquidez do sistema de pagamentos, e, por outro lado, geram a credibilidade e a transparência necessárias para que os agentes econômicos possam certificar-se da liquidação de tais obrigações.

A atual estrutura jurídica do sistema de pagamentos brasileiro apóia-se decididamente nas recomendações internacionais sobre o assunto³⁸⁴. Destacam-se, nesse sentido, os seguintes princípios: (a) a existência de uma base legal e regulamentar transparente e adequada; (b) a possibilidade de liquidação financeira em tempo real nas contas reservas bancárias; (c) a presença de sistemas específicos para a transferência de grandes valores, com liquidação financeira em contas reservas bancárias; (d) a existência de câmaras de compensação e de liquidação dotadas de mecanismos próprios que permitam assegurar a concretização das operações e dos pagamentos; e (e) a irrevocabilidade e incondicionalidade de operações e pagamentos, bem como a adoção do sistema de entrega de ativos simultaneamente ao respectivo pagamento³⁸⁵. A legislação brasileira³⁸⁶ concentra em determinadas entidades (as chamadas câmaras de compensação e de liquidação) a responsabilidade pela compensação das obrigações e pela liquidação dos pagamentos dos respectivos participantes. O descumprimento das normas legais e regulamentares sujeita as câmaras e seus administradores a penalidades administrativas,

³⁸⁴ A exposição de motivos da Medida Provisória n.º 2.008, de 13 de janeiro de 2000, que, após algumas reedições, foi convertida na Lei n.º 10.214, de 2001, salienta a inspiração proporcionada à reforma do sistema de pagamentos brasileiro pelas recomendações (os chamados *core principles*) do Comitê de Sistemas de Pagamentos e Compensações do Banco de Compensações Internacionais. Cf. BRASIL, 1999. item 6.

³⁸⁵ Cf. BRASIL, 1999. item 8.

³⁸⁶ A disciplina básica do sistema de pagamentos brasileiro encontra-se na Lei n.º 10.214, de 2001. Existem, além dessa disciplina legal, normas infralegais editadas com fundamento no art. 10 da referida Lei. É possível citar, como exemplos, a Resolução CMN n.º 2.882, de 30 de agosto de 2001, e a Circular BCB n.º 3.057, de 31 de agosto de 2001.

impostas pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, nas respectivas esferas de competência³⁸⁷.

16.3. REGIME JURÍDICO DA POLÍTICA MONETÁRIA

A gestão monetária estatal não cuida apenas da sustentação da *validade* da moeda. Objetivos macroeconômicos politicamente escolhidos podem recomendar, ainda, a regulação estatal do *valor* da moeda. A essa tarefa destina-se, de maneira específica, a *política monetária*, muito embora o conjunto da atividade financeira estatal (e, em particular, a política fiscal) possa exercer influência sobre o valor da moeda. Para a execução da política monetária, a *autoridade monetária*³⁸⁸, além dos poderes regulares de polícia, dispõe de certos instrumentos especiais, que apresentam caráter coercitivo (estabelecimento de exigências de reservas) ou fiduciário (fixação de condições para a assistência financeira de liquidez, operações em mercado aberto e operações no mercado interbancário de câmbio).

Os instrumentos de política monetária são configurados para atuar teleologicamente sobre as variáveis monetárias e cambiais da economia, tais como a oferta de moeda, a taxa de juros e a taxa de câmbio. Grande parte de sua eficácia provém do fato de que eles permitem à autoridade monetária influenciar as expectativas dos agentes econômicos quanto ao valor interno e externo da moeda e à evolução de outros indicadores econômicos. Na classificação de Castro³⁸⁹, os referidos instrumentos apresentam-se, predominantemente, como instrumentos de *intervenção indireta fiduciária* na economia, pois utilizam estímulos econômicos para conformar as condutas dos agentes de mercado. Em outras palavras, tais instrumentos agem sobre o comportamento dos agentes

³⁸⁷ Art. 9º da Lei n.º 10.214, de 2001.

³⁸⁸ Na exposição subseqüente, considera-se *autoridade monetária*, no Brasil, o Banco Central do Brasil, responsável pela *execução* da política monetária. Saliente-se, a propósito, que o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil ostentam competências ligadas à *formulação* da política monetária. Sua atividade normativa, por conseguinte, integra o conteúdo do direito monetário positivo brasileiro.

³⁸⁹ Cf. item 3 desta dissertação.

econômicos de maneira *indutiva*, procurando atender às leis de mercado indicadas pela teoria econômica.

A presente dissertação propõe chamar de *regime jurídico da política monetária* o ramo do direito monetário que compreende o quadro normativo no qual se desenvolve a política monetária, aí compreendidos: (a) a enumeração legal dos seus objetivos; (b) a disciplina das competências e dos instrumentos de que dispõe a autoridade monetária; (c) os limites à atuação da autoridade monetária; e (d) os mecanismos de coordenação da política monetária com o restante das atividades de intervenção estatal na ordem econômica, em especial a política fiscal.

No ordenamento brasileiro, os aspectos gerais do regime jurídico da política monetária constam de normas legais, que são secundadas por extensa atividade normativa infralegal do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil. O diploma mais importante, nesse contexto, é a Lei n.º 4.595, de 1964, não obstante existam dispositivos em outras leis que versam igualmente sobre aspectos particulares da regulação estatal do valor da moeda³⁹⁰.

A Lei n.º 4.595, de 1964, antes do mais, fixa os *objetivos* da política monetária, os quais, por seu caráter indeterminado, deixam à regulamentação infralegal e à atuação da autoridade monetária um espaço bastante amplo para valoração e escolha³⁹¹. O interesse em reduzir o espaço de discricionariedade da autoridade monetária pode,

³⁹⁰ Esse é o caso, por exemplo, da Lei n.º 9.069, de 1995, que instituiu o Plano Real, da Medida Provisória n.º 2.179-36, de 24 de agosto de 2001, que trata das relações financeiras entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional, e da Lei Complementar n.º 101, de 2000, a chamada Lei de Responsabilidade Fiscal.

³⁹¹ O art. 2º da Lei n.º 4.595, de 1964, diz que a política da moeda e do crédito deve objetivar “o progresso econômico e social do País”. O art. 3º, por sua vez, fala em “adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento” (inc. I), “regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais” (inc. II), e “regular o valor externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos do país, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira” (inc. III). Todos esses vagos objetivos deixam largo âmbito interpretativo ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central do Brasil.

eventualmente, levar à imposição de regras particulares e de metas numéricas atinentes a indicadores econômicos escolhidos. Tais regras e metas concatenam-se em um *regime monetário* específico; desse assunto cuidará o próximo item.

A Lei n.º 4.595, de 1964, ademais, atribui ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central do Brasil as principais competências atinentes à *formulação* e à *execução* da política monetária. As competências *normativas*, de maneira geral, são conferidas ao Conselho Monetário Nacional, que deve, no particular, seguir as diretrizes traçadas pelo Presidente da República³⁹² (e também, se for o caso, as regras do regime monetário). As competências *executivas*, a seu turno, são conferidas ao Banco Central do Brasil, conjuntamente com alguma residual atividade normativa. O exercício das competências normativas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil importa em desenvolvimento não desprezível da disciplina legal da regulação do valor da moeda, de modo que se pode afirmar que boa parte do direito monetário positivo brasileiro decorre da atividade normativa infralegal. As principais atribuições relacionadas à condução da política monetária, no Brasil, são, hoje, as seguintes³⁹³:

(a) *exigências de reservas (recolhimentos compulsórios)*: competências normativas e executivas do Banco Central do Brasil (art. 10, III e IV, da Lei n.º 4.595, de 1964);

(b) *assistência financeira de liquidez (redesconto e empréstimo)*: competência normativa do Conselho Monetário Nacional, competência

³⁹² Art. 4º, *caput*, da Lei n.º 4.595, de 1964.

³⁹³ A exposição subsequente contém apenas algumas competências relacionadas aos instrumentos clássicos de política monetária. Várias outras competências, no entanto, são também relevantes para a regulação do valor da moeda. É possível citar, como exemplos, as competências do Conselho Monetário Nacional para determinar a centralização do câmbio (art. 4º, XVIII, da Lei n.º 4.595, de 1964) e para regular o fluxo de moeda entre o país e o exterior (art. 65, § 2º, da Lei n.º 9.069, de 1995), bem como as competências do Banco Central do Brasil para gerir as reservas internacionais (art. 10, VIII, da Lei n.º 4.595, de 1964), para receber em depósito as disponibilidades das instituições bancárias, nas chamadas contas reservas bancárias (art. 10, IV, da Lei n.º 4.595, de 1964), e para manter a conta única do Tesouro (art. 164, § 3º, primeira parte, da Constituição da República).

executiva do Banco Central do Brasil (art. 4º, XVII, e art. 10, V, da Lei n.º 4.595, de 1964);

(c) *operações em mercado aberto*: competência normativa do Conselho Monetário Nacional, competência executiva do Banco Central do Brasil (art. 4º, XIX, e art. 10, XII, da Lei n.º 4.595, de 1964);

(d) *operações no mercado interbancário de câmbio*: competência normativa do Conselho Monetário Nacional, competência executiva do Banco Central do Brasil (art. 4º, V, e art. 11, III, da Lei n.º 4.595, de 1964).

Integram ainda o regime jurídico da política monetária, a par dos objetivos e das competências, determinados *limites* e *condições* à atuação da autoridade monetária. O limite mais relevante é a proibição de concessão de empréstimos ao Tesouro Nacional³⁹⁴. Outros casos são esparsamente encontrados no ordenamento brasileiro. A chamada Lei de Responsabilidade Fiscal, por exemplo, traz certos limites, como a vedação à emissão de títulos públicos pelo Banco Central do Brasil³⁹⁵. Encontram-se na Lei de Responsabilidade Fiscal, ainda, certas *condições* ao exercício da política monetária, como a que restringe a compra de títulos da dívida pública, pelo Banco Central do Brasil, ao dia seguinte à sua colocação em mercado³⁹⁶, ou a que permite a venda direta ao Tesouro Nacional de títulos da dívida pública federal que se encontram na carteira do Banco Central do Brasil apenas sob a condição de redução da dívida mobiliária³⁹⁷. Outro exemplo de limite encontra-se na Lei n.º 4.595, de 1964, que proíbe ao Banco Central do Brasil operar com pessoas distintas das instituições financeiras³⁹⁸.

³⁹⁴ Art. 164, § 1º, da Constituição da República.

³⁹⁵ O art. 34 da Lei Complementar n.º 101, de 2000, revogou a autorização que se encontrava no art. 11, V, da Lei n.º 4.595, de 1964.

³⁹⁶ Art. 39, I, da Lei Complementar n.º 101, de 2000.

³⁹⁷ Art. 39, § 4º, da Lei Complementar n.º 101, de 2000.

³⁹⁸ Art. 12 da Lei n.º 4.595, de 1964.

Por fim, integra o regime jurídico da política monetária a disciplina da coordenação entre a política da moeda e os demais segmentos da política econômica, em especial a política fiscal. Assim, por exemplo, as relações financeiras entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional seguem as normas fixadas na Medida Provisória n.º 2.179-36, de 2001. A Lei n.º 4.595, de 1964, além disso, confere ao Conselho Monetário Nacional atribuições para coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa³⁹⁹.

Além da disciplina constante de leis, o regime da política monetária, como já se salientou, é composto, em boa medida, por normas infralegais, editadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil com fundamento em competências delegadas por lei. Semelhante regulamentação infralegal é extensa e sujeita a constantes alterações. Vários exemplos podem ser citados, como a Circular BCB n.º 3.083, de 30 de janeiro de 2002⁴⁰⁰, a Circular BCB n.º 3.094, de 1º de março de 2002⁴⁰¹, a Resolução CMN n.º 2.949 e a Circular BCB n.º 3.105, ambas de 5 de abril de 2002⁴⁰², a Circular BCB n.º 3.274, de 10 de fevereiro de 2005⁴⁰³, a Resolução CMN n.º 3.339, de 26 de janeiro de 2006⁴⁰⁴, e a Circular BCB n.º 3.316, de 9 de março de 2006⁴⁰⁵.

16.4. REGIME MONETÁRIO

No capítulo anterior sustentou-se que a aceitação da moeda pelos agentes econômicos depende da confiança em uma promessa fundamental do emissor: a promessa de resgate da moeda emitida⁴⁰⁶. A simples alusão à promessa de resgate pelo emissor, entretanto, não esclarece todo o fenômeno monetário. Os agentes econômicos nutrem

³⁹⁹ Art. 3º, VII, da Lei n.º 4.595, de 1964.

⁴⁰⁰ Que dispõe sobre as operações no mercado interbancário de câmbio.

⁴⁰¹ Que fixa regras de cobrança de custo financeiro sobre insuficiências no saldo da conta reservas bancárias.

⁴⁰² Que disciplinam o Redesconto do Banco Central.

⁴⁰³ Que regula o recolhimento compulsório sobre depósitos à vista.

⁴⁰⁴ Que disciplina as operações compromissadas com títulos de renda fixa.

⁴⁰⁵ Que aprova o regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

⁴⁰⁶ Cf. item 11 desta dissertação.

certas expectativas a respeito do valor nominal da moeda e da disponibilidade de crédito, cuja estabilização depende de *promessas adicionais*. Tais promessas *podem* se cristalizar em *regimes monetários* específicos, caracterizados pela assunção de compromissos diversos a respeito da condução da política monetária, como, por exemplo, a manutenção de determinada taxa de conversão a um metal precioso, a busca de certa paridade em relação a uma unidade de conta alienígena, a influência sobre a expansão monetária mediante o controle de agregados escolhidos ou a estipulação de uma meta de inflação.

O regime jurídico da política monetária, como se verificou, estabelece a moldura normativa para a execução da política monetária pelo banco central. Semelhante regime, todavia, não esgota o possível conteúdo da disciplina normativa da regulação estatal do valor da moeda. Isso ocorre porque o ordenamento jurídico pode reconhecer à autoridade monetária, no interior da esfera de atuação delimitada pelo regime jurídico da política monetária, um grau maior ou menor de discricionariedade. É conhecida, a propósito, a discussão, na teoria econômica, sobre a conveniência de se estruturar a política monetária segundo uma sistemática de *discrção* ou de *regras*. Por um lado, é possível que o ordenamento jurídico confira à autoridade monetária o poder de aplicar *discricionariamente* os instrumentos à sua disposição, tendo em vista o estado corrente da economia, de maneira a concretizar os objetivos prescritos em lei para a política da moeda. A concessão de maior discricionariedade apresentaria a vantagem de ampliar a capacidade de adaptação da política monetária às alterações no contexto fático (ou seja, ela permitiria à autoridade monetária responder de modo mais adequado aos choques de oferta e de demanda).

Pode o ordenamento, por outro lado, fixar determinadas regras para a utilização dos instrumentos de política monetária pelo banco central, restringindo-lhe o espaço de avaliação e escolha. Diz-se, nesse caso, que o atuar da autoridade monetária é

limitado por um específico *regime monetário*. Um regramento mais estrito da atuação da autoridade monetária teria a vantagem de aumentar a transparência e a previsibilidade das decisões do banco central. Como resultado, a política monetária influenciaria de maneira mais efetiva as expectativas dos agentes econômicos, de modo que a eficácia dos seus instrumentos seria maior⁴⁰⁷.

Como se vê, o regime monetário não é um ramo indispensável do direito monetário. Sua presença em cada contexto social decorre da decisão política a respeito da adequação de se restringir o âmbito de escolha do banco central, mediante o prévio estabelecimento de regras para a condução da política monetária. Dentre o conjunto de normas que compõem o regime monetário, destaca-se, como característica básica, a referência a uma determinada *âncora nominal*. Convém transcrever, sobre o assunto, os esclarecimentos de Modenesi:

“Adotar uma **âncora nominal** consiste em optar pela *fixação* do valor de uma variável-chave nominal como elemento central da política monetária. A taxa de câmbio, o estoque monetário ou a taxa de inflação são as variáveis-chave escolhidas ou as âncoras nominais mais utilizadas.

No regime monetário de metas cambiais, estabelece-se uma taxa de câmbio a ser perseguida como meta. Já no regime de metas monetárias, o Banco Central define valores para o estoque monetário. Finalmente, no regime de metas de inflação, a autoridade monetária persegue uma taxa de variação dos preços preestabelecida.

Em poucas palavras, um **regime monetário** nada mais é do que uma estratégia de condução da política monetária baseada na utilização de uma regra. A adoção de um regime monetário implica, portanto, que a política monetária seja pautada

⁴⁰⁷ A respeito da discussão sobre *discrição e regras*, cf. MODENESI, 2005. p. XLIII-XLV.

pelo comprometimento da autoridade monetária em manter a economia *ancorada* (no câmbio, no estoque monetário ou na taxa de inflação)⁴⁰⁸.

Pode-se definir o *regime monetário*, para os propósitos desta dissertação, como o ramo do direito monetário que estabelece o regramento específico para a execução da política monetária, com o objetivo de atingir metas numericamente especificadas para certas variáveis econômicas. Por força do regime monetário, as emissões de moeda pelo banco central passam a seguir uma sistemática previamente definida, a qual se orienta à implementação de uma meta fixada, no âmbito do regime, por determinada autoridade política.

No Brasil, o chamado Plano Real adotou, como peça fundamental para o programa de estabilização econômica, um regime monetário de *metas cambiais*. Estabeleceu-se, no aludido regime, uma paridade fixa entre o Real e o Dólar estadunidense. As características básicas do regime monetário, prescritas na Lei n.º 9.069, de 1995, eram, em síntese, as seguintes: (a) a adoção de metas para a base monetária, passíveis de alteração pelo Conselho Monetário Nacional, em limites preestabelecidos; (b) o lastreamento da base monetária em reservas internacionais; e (c) o estabelecimento de uma paridade fixa entre o Real e o Dólar dos Estados Unidos, sujeita a alteração pelo Conselho Monetário Nacional, segundo critérios fixados pelo Presidente da República⁴⁰⁹. Com a crise cambial de 1999 e a subsequente adoção da sistemática de flutuação cambial, o regime monetário de metas cambiais foi substituído pelo regime de metas de inflação, que se encontra atualmente em vigor.

O regime de *metas de inflação* foi instituído pelo Decreto n.º 3.088, de 21 de junho de 1999, com fundamento na competência legal do Presidente da República para

⁴⁰⁸ MODENESI, 2005. p. XLVI. Grifos no original. Naturalmente, são infinitas as possíveis configurações dos regimes monetários concretos. Os exemplos aludidos pelo autor correspondem apenas às formas mais comuns.

⁴⁰⁹ Cf. art. 3º, 4º, 6º e 7º da Lei n.º 9.069, de 1995. Cf., ainda, MODENESI, 2005. p. 308.

estabelecer as diretrizes para a política do Conselho Monetário Nacional⁴¹⁰. Segundo o aludido Decreto, incumbe ao Conselho estabelecer, com antecedência de 18 meses, as metas para a inflação (e respectivos intervalos de tolerância) que deverão ser perseguidas pelo Banco Central do Brasil, ao executar a política monetária. O principal mecanismo empregado pela Autarquia para cumprir as metas de inflação é o estabelecimento de metas para a taxa básica de juros (a chamada taxa Selic), nas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom)⁴¹¹. A meta da taxa Selic, por sua vez, deve ser perseguida pelo Banco Central do Brasil mediante o manuseio dos instrumentos de política monetária (com destaque para as intervenções em mercado aberto).

Os traços básicos do regime monetário, como se verifica, são normalmente fixados em lei⁴¹². O regime é complementado, entretanto, pela atividade normativa infralegal de determinadas autoridades políticas, que desenvolvem e complementam o quadro estabelecido em lei. Incumbe às aludidas autoridades políticas, em particular, a fixação das metas numericamente especificadas para a variável econômica que atua como âncora do regime monetário. Assim, por exemplo, incumbe ao Conselho Monetário Nacional, no vigente regime monetário brasileiro, especificar o índice de preços de ampla divulgação que deve ser utilizado para a fixação da meta de inflação⁴¹³ e determinar a meta específica para cada ano, bem como os correspondentes intervalos de

⁴¹⁰ Art. 4º, *caput*, da Lei n.º 4.595, de 1964.

⁴¹¹ A taxa Selic corresponde à “taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia” (art. 2º, § 1º, da Circular BCB n.º 2.900, de 1999). O Copom, a seu turno, não passa de uma reunião da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil, dedicada especificamente ao propósito de estipular a meta da taxa Selic. O vigente regulamento do Copom encontra-se na Circular BCB n.º 3.297, de 31 de outubro de 2005.

⁴¹² No Brasil, excepcionalmente, os traços básicos do atual regime monetário são fixados em decreto editado com fundamento em competências normativas conferidas por lei.

⁴¹³ Art. 3º do Decreto n.º 3.088, de 1999. O índice empregado pelo Conselho Monetário Nacional, segundo o art. 1º da Resolução CMN n.º 2.615, de 30 de junho de 1999, é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

tolerância⁴¹⁴. Semelhante labor normativo infralegal, destarte, integra também o conteúdo do direito monetário positivo brasileiro.

⁴¹⁴ A meta para 2006 foi fixada em 4,5% ao ano, com intervalos de mais 2,0 pontos percentuais e menos 2,0 pontos percentuais (art. 1º da Resolução CMN n.º 3.210, de 30 de junho de 2004). Tais valores foram mantidos para o exercício de 2007 (art. 1º da Resolução CMN n.º 3.291, de 23 de junho de 2005).

CONCLUSÃO

Um equívoco corriqueiro e de funestas conseqüências a respeito da moeda consiste em tomá-la por mera representação neutra das trocas de mercadorias e de serviços que ocorrem na economia real. Buscar a natureza do dinheiro em moedas e notas que atuam como meio de troca equivale a despi-lo de tudo o que lhe é essencial, numa postura que ignora o papel crucial da moeda em boa parte das conquistas e das misérias humanas.

O presente estudo opôs-se tenazmente ao entendimento que reduz o dinheiro a um mero instrumento técnica e politicamente neutro para a intermediação eficiente de trocas. Semelhante entendimento é fruto de uma perspectiva teórica que, a pretexto de exercitar a isenção científica, cerca o objeto da análise com um espesso manto ideológico e contribui, dessa maneira, para a indefinida reprodução das iniquidades sociais. Sem dúvida, o ganho em eficiência econômica proporcionado pelo emprego da moeda, em comparação com as trocas diretas de produtos e serviços, constitui característica não desprezível das economias monetárias. As análises da moeda precisam levar esse aspecto em consideração, sob pena de incorrer em graves enganos. Não obstante, os fenômenos monetários decisivos para o esclarecimento da natureza da moeda, nas sociedades contemporâneas, são bastante mais profundos e demandam do estudioso uma mudança de perspectiva: é preciso desviar o olhar das operações de troca e concentrar a atenção nas relações sociais entre credores e devedores e entre produtores e usuários da moeda.

Procurou-se colher, nas ciências sociais, alguns subsídios para a compreensão adequada da moeda nas sociedades contemporâneas. Semelhante estudo indicou a conveniência de focalizar determinadas características da moeda que não podem ser desprezadas em qualquer tentativa de aclarar a sua natureza e as condições de sua

validade, além do seu papel nas relações de cunho teleológico entre agentes econômicos.

Tais características são as seguintes:

(a) a existência de um índice abstrato de valor econômico, que torna possível o uso da moeda como instrumento para a ação econômica racional;

(b) o potencial monetário de outorga de poder, do qual decorre, para o detentor da moeda, a liberdade para concretizar inúmeros propósitos humanos e a correlata possibilidade de conformação teleológica de condutas alheias; e

(c) a existência de uma estrutura institucional dedicada à sustentação da validade da moeda e à regulação do seu valor em conformidade com objetivos politicamente escolhidos.

Tais são as *propriedades mínimas* que a moeda deve ostentar, nas sociedades contemporâneas, para permitir a integração dos agentes econômicos em mercado, de maneira desvinculada dos padrões discursivos de interação típicos dos contextos éticos e sociais subjacentes ao mercado. As propriedades listadas *sub* (a) e (b) referem-se a características da moeda que se manifestam de forma mais nítida nas relações encetadas entre agentes econômicos, embora apresentem relevância também para a atividade financeira do Estado. A terceira propriedade, a seu turno, diz respeito especificamente à gestão pública da moeda.

A primeira propriedade – a possibilidade do uso da moeda como *instrumento para o agir econômico racional* – resulta da manifestação da moeda, em um nível mais abstrato, como *unidade de conta*, ou seja, como *índice de valor econômico*. Da existência de um índice de valor econômico decorrem as seguintes possibilidades: (a) a descrição dos preços de bens e de ativos financeiros segundo um padrão uniforme de valor; (b) o cálculo monetário e as técnicas contábeis; (c) o mecanismo do preço e a capacidade

de orientação dos agentes econômicos em termos de maximização de lucros; e, por fim, (d) a possibilidade de mercantilização de todos os bens, inclusive os fatores de produção (terra, trabalho e organização da produção).

A existência da unidade de conta, ademais, constitui pressuposto para o surgimento dos meios para o armazenamento e o transporte de valor econômico. Por isso se diz que a unidade de conta é, dentre as funções monetárias indicadas pela teoria econômica, a função essencial, da qual decorrem todas as demais. A intermediação monetária de trocas é inconcebível sem a idéia de unidades abstratas de valor, pois precisamente tais unidades constituem o objeto da transferência de um agente econômico a outro, por ocasião das trocas monetárias. Da mesma maneira, a reserva monetária de valor não pode sequer ser cogitada sem o conceito de uma unidade abstrata de valor econômico cuja existência se prorroga no tempo.

A segunda propriedade – o *potencial monetário de outorga de poder* – é proporcionada pela disponibilidade de meios para o armazenamento e o transporte de valor econômico abstrato. Por veicularem unidades de valor abstrato, tais meios permitem a apropriação privada, a intermediação de trocas, a reserva de valor, o entesouramento e o investimento. Ademais, uma vez que, nas palavras de Simmel, constituem “objetos em mercado, imersos em ciclos negociais, mudanças quantitativas e movimentos autônomos”, os meios para o armazenamento e o transporte de valor tornam possível a realização de negócios especificamente monetários e abrem espaço, assim, à especulação financeira.

Todas essas possibilidades, que se reúnem sob o potencial que tem a moeda de outorgar poder ao seu detentor, dão ensejo à satisfação de inumeráveis necessidades e interesses. O poder outorgado pela moeda esclarece o generalizado anseio pelo dinheiro e condiciona a maneira pela qual ele é concebido e utilizado pelos agentes

econômicos. Semelhante poder, que se distribui assimetricamente entre os agentes econômicos, apresenta duas dimensões, que constituem facetas do mesmo fenômeno. Por um lado, o poder outorgado pela moeda implica *liberdade* para a aquisição de objetos do desejo e para o atendimento de necessidades e de interesses. Por outro, a outorga monetária de poder representa *influência* que pode ser manuseada para obter a conformação teleológica de condutas alheias. Cumpre ressaltar, ademais, que o potencial monetário de outorga de poder pode ser mobilizado pelas autoridades monetárias para atuar de forma indutiva sobre o mercado, mediante o emprego de instrumentos fiduciários.

A terceira propriedade da moeda, nas sociedades contemporâneas, consiste na presença de uma *estrutura institucional* que ampara a validade da moeda e permite a regulação de seu valor. O sistema monetário apresenta relativa autonomia em relação ao restante do sistema econômico, que se traduz na existência de uma estrutura social própria de normas e de relações de poder. A estrutura institucional do sistema monetário, na qual se destaca a disciplina jurídica, estabelece a unidade de conta e sustenta a aceitação, pelos agentes econômicos, dos meios para o armazenamento e o transporte de tais unidades de conta.

Os meios para o armazenamento e o transporte de valor apresentam, nas sociedades contemporâneas, uma configuração muito peculiar, conferida pela estrutura institucional do sistema monetário. Eles não se confundem com as eventuais representações materiais da moeda, tais como peças metálicas, cédulas e lançamentos contábeis. Os meios para o armazenamento e o transporte de valor têm, distintamente, a natureza de *créditos* generalizadamente transmissíveis no interior do espaço monetário. O crédito que constitui a essência da moeda, entretanto, não se confunde com o conceito jurídico de crédito em geral. Diferentemente deste conceito, ao qual os operadores do direito se encontram tão acostumados, o crédito representado pela moeda consiste em uma

pretensão, amparada pela estrutura institucional do sistema monetário, a certas unidades abstratas de valor econômico. Em outras palavras, a moeda veicula uma pretensão socialmente reconhecida a certa participação no produto social. A concepção creditícia da moeda apresenta-se, dessa maneira, como uma alternativa para a construção de um instrumental jurídico para o manuseio teórico da moeda que não se limite à mera recepção acrítica da conceito econômico ortodoxo de moeda como meio de troca.

A moeda ostenta, nesse sentido, a natureza de um crédito transmissível, ao qual corresponde um débito do emissor. A aceitação entre os agentes econômicos (e a conseqüente transmissibilidade) dos créditos representados pela moeda depende da confiança em uma promessa do emissor, que se encontra, implicitamente, em cada emissão. Trata-se da promessa de que as moedas serão recebidas pelo emissor, no futuro, em pagamento de seus próprios créditos contra os detentores da moeda. Dois fatores condicionam a aceitação da moeda pelos agentes econômicos: (a) a potência econômica do emissor e (b) as garantias fornecidas pela estrutura institucional do sistema monetário quanto ao cumprimento da promessa implícita em cada emissão.

A estrutura institucional do sistema monetário fornece as garantias necessárias à aceitação da moeda pelos agentes econômicos, nas sociedades contemporâneas, mediante a manutenção das condições para o funcionamento do processo de produção de pura moeda-crédito. Nesse processo, o dinheiro estatal angaria confiança graças à gestão monetária e fiscal. A importância da gestão fiscal, cuja dinâmica influencia decisivamente os processos de criação e de destruição de moeda, é exemplificada pela possibilidade de cobrança coativa de tributos (que gera demanda para a moeda oficial) e pela possibilidade de emissão de títulos da dívida pública (que podem ser monetizados pela ação do banco central). A gestão monetária, a seu turno, exerce ingerência sobre a oferta de moeda na economia e sobre as variáveis do sistema econômico, em especial a taxa de juros

e a taxa de câmbio. Graças ao mecanismo da monetização de dívidas privadas de instituições bancárias, além disso, a conjugação das gestões monetária e fiscal auxilia também na aceitação da moeda endogenamente criada pelo sistema financeiro.

A oferta de moeda na economia deve ser encarada, nesse contexto, como uma rede de relações plurais de débito e crédito que se interconectam e se sobrepõem, mediada por emissores públicos e privados que contam com a prerrogativa, conferida pela estrutura institucional do sistema monetário, de converter suas promessas privadas de pagamento em moeda. O funcionamento dessa rede é permeado por fluxos de criação e de destruição de moeda no interior do sistema de pagamentos, cuja integridade é mantida pela ação constante do banco central e pelos termos em que é conduzida a gestão fiscal.

O sistema monetário não se resume, contudo, a um punhado de relações técnicas entre órgãos públicos e instituições financeiras. Para a compreensão adequada de seu funcionamento, é preciso levar em consideração a existência de agudos conflitos sociais a respeito da produção de moeda. Semelhantes conflitos, em termos gerais, envolvem, por um lado, *emissores* (públicos e privados) e *usuários* de moeda e, por outro lado, *credores* (agentes superavitários) e *devedores* (agentes deficitários). Assim, por exemplo, ocorrem conflitos de interesses entre credores e devedores do Estado (ou seja, detentores de títulos públicos e contribuintes), entre credores e devedores de instituições financeiras (vale dizer, depositantes e mutuários) e entre emissores públicos e privados de moeda. Nesse quadro, a estrutura institucional do sistema monetário assume papel fundamental, pois afeta os potenciais recíprocos de influência estratégica dos agentes econômicos e condiciona a possibilidade de atendimento de uma parcela considerável dos interesses e necessidades individuais e coletivos.

O direito monetário apresenta papel de destaque em meio à estrutura institucional do sistema monetário. A dissertação procurou desenvolver um quadro teórico apropriado para o estudo do direito monetário no Brasil, tendo em vista as tarefas e os métodos ínsitos à gestão estatal da moeda. Nesse quadro, o conjunto das atividades praticadas pelo Estado para gerir a moeda apresenta-se dividido em dois grupos, correspondendo um deles à sustentação da *validade* da moeda e o outro à *regulação do seu valor*. A *validade* da moeda é amparada pelo Estado mediante a fixação das suas características formais e a prática de atos que se destinam a estimular a aceitação, entre os agentes econômicos, dos créditos produzidos pelos emissores, além da manutenção da integridade do sistema de pagamentos. A *regulação do valor* da moeda, a seu turno, compreende as atividades estatais que influenciam teleologicamente as variáveis do mercado monetário, como a oferta de moeda, a taxa de juros e a taxa de câmbio, com o objetivo de implementar determinados objetivos macroeconômicos politicamente escolhidos.

A dissertação propôs dividir o conteúdo do direito monetário brasileiro em quatro subconjuntos normativos: (a) o *regime jurídico da moeda nacional*, que estabelece as características formais da moeda nacional e disciplina o seu curso; (b) o *regime jurídico da produção de moeda*, que disciplina os processos de criação, negociação e destruição de moeda e mantém a integridade do sistema de pagamentos; (c) o *regime jurídico da política monetária*, que compreende a disciplina jurídica geral da regulação estatal do valor da moeda, incluindo sua coordenação com o restante da política econômica; e (d) o *regime monetário*, que corresponde à (eventual) disciplina específica para a formulação e a execução da política monetária e cambial.

A elaboração do quadro teórico foi orientada pela preocupação em manter a coerência entre a disciplina jurídica da moeda e as nuances do seu objeto: a

gestão estatal da moeda no Brasil. A proposta limitou-se, no entanto, a delinear um quadro analítico para o estudo do direito monetário no Brasil, sem a pretensão de esgotar a complexa disciplina normativa da moeda. Não obstante, espera-se haver contribuído, por essa via, para o desenvolvimento do estudo do direito monetário no país.

BIBLIOGRAFIA CITADA

AGLIETTA, Michel; ORLÉAN, André. *A violência da moeda*. Trad. Sonia T. Tomazini. São Paulo: Brasiliense, 1990.

ARAÚJO, Carlos Hamilton Vasconcelos. Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil: aspectos históricos e operacionais. In: *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n.º 12. Brasília: Banco Central do Brasil, jan. 2002.

ARGENTINA. *Constitución de la República Argentina*. Disponível em <<http://www.legislatura.gov.ar/1legisla/constra.htm>>, acesso em 14 de janeiro de 2006.

ASCARELLI, Tullio. *Studi giuridici sulla moneta*. Milão: Dott. A. Giuffrè, 1952.

ATIENZA, Manuel. *Contribución a una teoría de la legislación*. Madri: Civitas, 1997.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Bancos centrais e o Banco Central do Brasil*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2001a.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Departamento Econômico. Notas metodológicas: reformulação dos meios de pagamento. In: *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n.º 3. Brasília: Banco Central do Brasil, ago. 2001b.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Committee on Payment and Settlement Systems. Core principles for systemically important payment systems. In: CPSS Publications, n.º 43. Basileia: Bank for International Settlements, 2001. Disponível em <<http://www.bis.org/publ/cpss43.pdf>>, acesso em 21 de dezembro de 2005.

BLEJER, Mario I.; LEONE, Alfredo M.; RABANAL, Pau; e SCHWARTZ, Gerd. Inflation targeting in the context of IMF-supported adjustment programs. In: *IMF Working Papers*, mar. 2001. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0131.pdf>>, acesso em 30 de junho de 2005.

BLINDER, Alan S. *Bancos centrais: teoria e prática*. Trad. Maria Abrama Caldeira Brant. São Paulo: Editora 34, 1999.

BRASIL. Exposição de motivos n.º 983/MF. Encaminha minuta de medida provisória que dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos, e dá outras providências. Brasília: Ministério da Fazenda, 1999.

CARAMAZZA, Francesco e AZIZ, Jahangir. *Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990s*. In: *Economic Issues*, n.º 13. Washington (DC): International Monetary Fund Publication Services, 1998. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/issue13.pdf>>, acesso em 20 de julho de 2005.

CASTRO, Marcus Faro de. Julgar a economia. In: *Revista do Tribunal Superior do Trabalho*, vol. 68, n.º 1. Brasília: Síntese, jan./mar. 2002. p. 190-203.

_____ e CARVALHO, Maria Izabel Valladão de. Globalization and recent political transitions in Brazil. In: *International Political Science Review*, vol. 24, n.º 4, 2003. p. 465-490.

_____. Direitos sociais, econômicos e culturais: uma abordagem pós-neo-clássica. In: *Revista Jurídica da Presidência da República*, vol. 7, n.º 74. Brasília: Casa Civil, ago.-set. 2005. Disponível em <http://www.presidencia.gov.br/ccivil_03/revista/Rev_74/index.htm> , acesso em 2 de novembro de 2005.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. *Dependence without development*. 2001. Disponível em <http://www.sase.org/conf2001/papers/cintra_marcos.pdf>, acesso em 25 de junho de 2004.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law and economics*. 4ª ed. Boston: Pearson Addison-Wesley, 2004.

CROCCO, Marco; JAYME JR., Frederico G. *Independência e autonomia do banco central: mais sobre o debate*. Texto para discussão n.º 199. Belo Horizonte: UFMG; Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, 2003. Disponível em <<http://cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20199.pdf>>, acesso em 5 de janeiro de 2006.

DEMARTINO, George F. *Global economy, global justice: theoretical objections and policy alternatives to neoliberalism*. Londres: Routledge, 2000.

DODD, Nigel. *A sociologia do dinheiro: economia, razão e a sociedade contemporânea*. Trad. Waldivia Marchiori Portinho. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1997.

DUN, Frank van. National sovereignty and international monetary regimes. In: DOWD, Kevin; TIMBERLAKE, JR., Richard H. (org.). *Money and the nation state: the financial revolution, government and the world monetary system*. Oakland (CA): The Independent Institute, 1998. p. 47-76.

EICHENGREEN, Barry. *A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional*. Trad. Sérgio Blum. São Paulo: Editora 34, 2000.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *United States Constitution*. Disponível em <<http://www.law.cornell.edu/constitution/constitution.overview.html>>, acesso em 14 de janeiro de 2006.

FRANCO, Gustavo Henrique Barroso. *O plano real e outros ensaios*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

_____. *Auge e declínio do inflacionismo no Brasil*. Texto para discussão no departamento de economia da PUC-RJ. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica, set. 2004. Disponível em <<http://www.econ.puc-rio.br/PDF/TD487.pdf>>, acesso em 2 de novembro de 2005.

FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. Sistema financeiro e desenvolvimento: as restrições das novas regras do Comitê da Basileia sobre os países periféricos. In: FERRAZ, João Carlos; CROCCO, Marco; ELIAS, Luiz Antonio (org.). *Liberalização econômica e desenvolvimento: modelos, políticas e restrições*. São Paulo: Futura, 2003. p. 234-261.

FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. In: *American Economic Review*, n.º 58, março de 1968.

GALBRAITH, John Kenneth. *Moeda: de onde veio, para onde foi*. 2ª ed. Trad. Antonio Zoratto Sanvicente e Nivaldo Montingelli Jr. São Paulo: Pioneira, 1997.

GLASNER, David. An evolutionary theory of the state monopoly over money. In: DOWD, Kevin; TIMBERLAKE, JR., Richard H. (org.). *Money and the nation state: the financial revolution, government and the world monetary system*. Oakland (CA): The Independent Institute, 1998. p. 21-45.

GOMES, Orlando. *Introdução ao direito civil*. 12ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1996a.

GOMES, Orlando. *Obrigações*. 11ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1996b.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na constituição de 1988: interpretação e crítica*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 1997.

GREENWALD, Douglas (ed.). *The McGraw-Hill dictionary of modern economics*. 2ª ed. Nova Iorque: McGraw-Hill Book Company, 1973.

HABERMAS, Jürgen. *Aclaraciones a la ética del discurso*. Trad. José Mardomingo. Madri: Trotta, 2000.

_____. *The theory of communicative action*. Trad. Thomas McCarthy. Boston: Beacon Press, 2002. 2 vol.

HARRISON, Jeffrey L. *Law and economics in a nutshell*. 3ª ed. St. Paul (MN): Thomson West, 2003.

INGHAM, Geoffrey. *The nature of money*. Cambridge (UK): Polity, 2005.

INNES, A. Mitchell. What is money? In: *The banking law journal*, vol. 30, maio 1913. p. 377-409. Disponível em <<http://marx.econ.utah.edu/archives/alist/2004w25/docqK8ff2FWIB.doc>>, acesso em 10 de dezembro de 2005.

_____. The credit theory of money. In: *The banking law journal*, vol. 31, dez.-jan. 1914. p. 151-168. Disponível em <http://www.warrenmosler.com/docs/credit_theory_of_money.htm#_ftnref7>, acesso em 10 de dezembro de 2005.

JANSEN, Letácio. *A norma monetária*. Rio de Janeiro: Forense, 1988.

_____. *A face legal do dinheiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 1991.

- KINDLEBERGER, Charles P. *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. 5ª ed. Hoboken: John Wiley and Sons, 2005.
- KNAPP, Georg Friedrich. *The state theory of money*. Trad. H. M. Lucas e J. Bonar. San Diego (CA): Simon, 2003.
- KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Trad. Mário R. da Cruz. São Paulo: Atlas, 1992.
- LAUBADÈRE, André de. *Direito público económico*. Trad. Maria Teresa Costa. Coimbra: Almedina, 1985.
- LHONEUX, Etienne de. The Eurosystem. In: *Legal aspects of the European system of central banks*. Frankfurt: European Central Bank, 2005. p. 161-178.
- LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. *Economia monetária*. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- MACLACHLAN, Fiona. *Max Weber and the State Theory of Money*. Disponível em <http://home.manhattan.edu/~fiona.maclachlan/maclachlan26july03.htm#_ftnref1#_ftnref1>, acesso em 13 de março de 2005.
- MANKIW, N. Gregory. *Introdução à economia*. Trad. Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.
- MANN, Alexander Frederik. *The legal aspect of money: with special reference to comparative private and public international law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 1971.
- MAYER, Thomas; DUESENBERY, James S.; ALIBER, Robert Z. *Moeda, bancos e a economia*. Trad. Luiz Carlos do Nascimento Silva. 3ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 1993.
- MENDES, Antônio; NASCIMENTO, Edson Bueno. Estudo de direito monetário: a moeda e suas funções; obrigações monetárias; estipulação e indexação de obrigações monetárias. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, XXX (nova série), 84, out.-dez. 1991, p. 35-56.
- MISHKIN, Frederic S. *Moeda, bancos e mercados financeiros*. Trad. Christine Pinto Ferreira Studart. 5ª ed. São Paulo: LTC, 2000.
- MODENESI, André de Melo. *Regimes monetários: teoria e a experiência do Real*. Barueri (SP): Manole, 2005.
- MOSLER, Warren B. *Soft currency economics*. Disponível em <<http://www.warrenmosler.com/docs/soft0004.htm>>, acesso em 27 de março de 2006.
- NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. São Paulo: RT, 1997.

NUSSBAUM, Arthur. *Teoría jurídica del dinero: el dinero en la teoría y en la práctica del derecho alemán y extranjero*. Trad. Luis Sancho Seral. Madri: Librería General de Victoriano Suárez, 1929.

_____. *Derecho monetario nacional e internacional: estudio comparado en el linde del derecho y de la economía*. Trad. Alberto D. Schoo. Buenos Aires: Arayú, 1954.

PELÁEZ, Carlos Manuel; SUZIGAN, Wilson. *História monetária do Brasil: análise da política, comportamento e instituições monetárias*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1976.

POLANYI, Karl. *The great transformation: the political and economic origins of our time*. Boston: Beacon Press, 2001.

RODRIK, Dani. *Getting institutions right*. Harvard: abril de 2004. Disponível em <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/ifo-institutions%20article%20_April%202004_.pdf>, acesso em 17 de junho de 2006.

SADDI, Jairo Sampaio. *O poder e o cofre: repensando o banco central*. São Paulo: Texto Novo, 1997.

SAMPAIO, André Serrão Borges de. *Análise jurídica e interações em uma economia monetária: elementos para a crítica de uma assimetria estruturada*. Dissertação apresentada como requisito para a obtenção do título de mestre em Direito e Estado pela Universidade de Brasília. Brasília: 1999.

SCOTT, John. Rational choice theory. In: *Understanding contemporary society: theories of the present*. G. Browning, A. Halcli, and F. Webster (ed.). Sage Publications, 2000. Disponível em <<http://privatewww.essex.ac.uk/~scottj/socscot7.htm>>, acesso em 16 de junho de 2006.

SILVEIRA, Marcos Antônio Coutinho da. *Intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio em regime de flutuação administrada*. In: *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n.º 34. Brasília: Banco Central do Brasil, maio 2003.

SIMMEL, Georg. *The philosophy of money*. Trad. Tom Bottomore e David Frisby. 3ª ed. Londres: Routledge, 2004.

SMITH, Adam. *Wealth of nations* [Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations]. Nova Iorque (NY): Prometheus, 1991.

SOUZA, Washington Peluso Albino de. *Primeiras linhas de direito econômico*. 4ª ed. São Paulo: LTr, 1999.

UNGER, Roberto Mangabeira. *Democracia realizada: a alternativa progressista*. Trad. Carlos Graieb, Marcio Grandchamp e Paulo César Castanheira. São Paulo: Boitempo, 1999.

VAZ, Manuel Afonso. *Direito económico: a ordem económica portuguesa*. 3ª ed. Coimbra: Coimbra, 1994.

VENÂNCIO FILHO, Alberto. *A intervenção do estado no domínio econômico: o direito público econômico no Brasil*. Edição fac-similar da de 1968. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

WEBER, Max. *Economia e sociedade: fundamentos da sociologia compreensiva*. Vol. 1. Trad. Regis Barbosa e Karen Elsabe Barbosa. 4ª ed. Brasília: UnB, 2000.

_____. *General economic history*. Trad. Frank H. Knight. Mineola (NY): Dover, 2003.

WRAY, L. Randall. *Understanding modern money: the key to full employment and price stability*. Cheltenham (UK): Edward Elgar, 2003.