

Uma análise teórico-institucional da gestão monetária em economias em desenvolvimento

*Eduardo Strachman**
*Marcos R. Vasconcelos***

A partir do final da década de 50, quando os principais países europeus, depois de terem conseguido acumular significativas reservas cambiais em dólar, começaram gradativamente a promover a conversibilidade de suas moedas, o mundo iniciou seu caminho para a reemergência dos fluxos de capital financeiro na economia internacional (Grabbe, 1996). O desenvolvimento do euromercado, nos anos seguintes, reforçou e acelerou essa tendência (Helleiner, 1996), culminando, no início da década de 70, com o desmonte das regras cambiais concebidas em Bretton Woods. Com o primeiro movimento dado pelos Estados Unidos e pela Inglaterra, a partir de 1973, diversos países iniciaram um processo de liberalização financeira de suas economias, tanto no plano estritamente doméstico quanto naquele relacionado aos fluxos da conta de capital (Williamson, Mahar, 1998). Daí para a frente, tal tendência de abertura financeira espalhou-se pelo mundo, chegando aos países em desenvolvimento no final dos anos 80. O fato é que, nos anos 90, a economia mundial atingiu um grau de mobilidade internacional dos capitais jamais visto desde o começo do século (Obstfeld, 1998).

Um dos efeitos mais visíveis desse processo deu-se diretamente sobre os graus de liberdade que os países dispõem para conduzir suas políticas econômicas com vistas à consecução de objetivos internos. Novos condicionantes, inclusive institucionais, foram sendo postos para a execução das políticas monetária, cambial, fiscal, etc. Contudo muitas análises econômicas são feitas ainda sob o pressuposto de que se está avaliando uma economia fechada. Tal posicionamento é perceptível, de forma mais acentuada, na literatura que trata de questões ligadas à política monetária (Svensson, 1998).

* Doutorando pelo Instituto de Economia da Unicamp.

** Doutor pelo Instituto de Economia da Unicamp e Professor da Universidade Estadual de Maringá (UEM).

Assim, quando muito, são desenvolvidos modelos nos quais a taxa de juros doméstica é condicionada pela taxa de juros internacional e pelas expectativas (definidas quase sempre nos moldes da hipótese das expectativas racionais) quanto à taxa de câmbio e em que a economia doméstica está sujeita a choques originados no “resto do mundo”. Ademais, pouco se discute quanto à natureza da moeda nacional em um cenário de economia aberta, finanças globais e carteiras plurimonetárias. Mais do que nunca, a moeda nacional transforma-se em uma instituição sob constante avaliação do mercado (formado, cada vez mais, por agentes detentores de carteiras plurimonetárias) quanto à sua capacidade de liquidar contratos de dívidas, isto é, mostrar-se como um ativo de elevada liquidez não apenas no espaço nacional, mas também no internacional.

Este artigo busca apontar as dificuldades que esses condicionantes impõem sobre a gestão monetária dos países em desenvolvimento. Para isto, no próximo item, discute-se a moeda como uma instituição. No item 2, mostram-se as dificuldades para a execução da política monetária em uma economia aberta, para, no seguinte, se apresentarem as condições para a estabilidade de uma moeda. Na sequência, discutem-se os requisitos institucionais para que essas condições de estabilidade sejam atendidas nos países em desenvolvimento. No item 5, analisam-se as propostas para abdicar das moedas nacionais ou para adotar *currency boards* (conselhos da moeda). Por fim, tecem-se breves considerações, apresentando-se propostas para a solução dos dilemas encontrados.

1 - A moeda como instituição

Podem-se definir instituições como os padrões e regras de comportamento ou de interação entre pessoas, verificados em qualquer sociedade, os quais adquirem alguma estabilidade, pois são repetidos, ainda que somente por um breve período. Vale dizer, as instituições definem e restringem as escolhas e os comportamentos possíveis dos agentes, pelo menos em termos do que é socialmente apoiado ou considerado aceitável e racional, o que não significa que os indivíduos necessariamente tenham consciência dessas normas e regras, ou do seu significado e racionalidade.¹ Assim, as instituições, ao mesmo tempo, refletem e determinam a estrutura de valores da sociedade (Tool, 1990, p.166).

¹ Ver Elster (1989, p.99). Note-se, também, que se inclui a comunicação entre pessoas nesses padrões e regras de comportamento e de interação. Essa definição de instituições e as referências que a fundamentam se encontram em Strachman (1999).

Essa prescrição quanto ao comportamento e ao desempenho esperados para certas funções sociais e situações vai determinar — juntamente com as formas de recompensa e estímulo,² as sanções contra condutas desviantes, os valores³ e as motivações⁴ — o grau de confiança que se pode ter com relação a esses comportamento e desempenho. As instituições podem, dessa forma, atuar como meios de redução da incerteza, através da coordenação das expectativas divergentes dos agentes.⁵ Isto porque expectativas divergentes são mais facilmente formadas quando não se estabelecem certas leis, normas e regras, formalizadas ou não, capazes de reduzir o espectro esperado de comportamento dos agentes, determinando — se possível, com um elevado grau de confiança — quais as condutas mais prováveis deles.

Têm-se aqui alguns dos problemas clássicos analisados por Keynes (1991; 1984) — quais sejam, o da incerteza e o do grau de confiança — e por vários institucionalistas e pós-keynesianos. Estes últimos salientam o aumento do grau de confiança com que se pode fazer previsões, quando da existência de instituições “reduzoras de incerteza”, pois elas contribuem imensamente para a diminuição da “(...) possibilidade da nossa melhor previsão se mostrar bastante errada” (Keynes, 1991, p.148).

² Ver Johnson (1988, p.281), Elster (1989, p.99-100), Jepperson (1991) e Galaskiewicz (1991, p.294). É por isso que se preferiu definir instituições como padrões de comportamento e não como regras que os definem ou as restrições que os impõem, como o faz North (1992, p.3). Isto porque as recompensas, ainda que possam ser estabelecidas por meio de certas regras, dificilmente podem, na maioria dos casos, ser vistas como “restrições”.

³ Ver DiMaggio e Powell (1991, p.16-7, 25-26), para as visões e a importância dos valores para Parsons e Bourdieu. Para estes, os valores são, inclusive, anteriores à institucionalização, isto é, são condições para ela.

⁴ Um parêntese adicional deve ser apresentado: não estão incluídas, nessa definição de instituições, as ideologias, como, por exemplo, em Veblen (1985), ou em alguns importantes autores institucionalistas mais recentes, como Friedland e Alford (1991), Galaskiewicz (1991) e Johnson, B. (1992). Isto não significa que os “hábitos mentais” ou as idéias das pessoas não adquiram determinadas características rotineiras e certa estabilidade — histórica e culturalmente determinadas —, as quais não possam ser incluídas em uma definição de instituições. A grande objeção é à sobrecarga do conceito, quando se o une ao de ideologia, principalmente porque as ideologias, a despeito dos seus aspectos coletivos, têm uma natureza fortemente individual, a qual foge da definição de instituições apresentada acima.

⁵ Ver Simon (1991, p.39); North (1992; 1991). A estabilidade institucional reduz, assim, o nível de incerteza, ao diminuir o espectro esperado de ações frente a determinadas situações. Esse ponto é enfatizado tanto pelos evolucionistas institucionalistas (Rutherford, 1983; Dopfer, 1991; DiMaggio, Powell, 1991; Setterfield, 1993) e neo-schumpeterianos (Lundvall, 1992; Johnson, B., 1992) quanto pelos pós-keynesianos (Dequech, 1998).

As instituições podem ser tanto formais, como, por exemplo, regras e leis, quanto informais, como nos casos de convenções, comportamentos e códigos de conduta.⁶ Segundo North (1992, p.46), trata-se, unicamente, de uma diferença de grau, a qual talvez pudesse ser representada por um *continuum*, que iria de tabus, costumes e tradições — pelo lado informal — até constituições, leis e normas escritas — pelo formal.

Nesse sentido, como já havia reconhecido Keynes na **Teoria Geral** (Wray, 1998), também as várias moedas nacionais podem ser facilmente percebidas como instituições,⁷ já que, modernamente, não representam mais do que meros símbolos de valor, dado que não possuem nenhuma correlação legal com qualquer material que possua valor intrínseco, como antigamente ocorria — ao menos em tese — com as moedas metálicas. Mesmo quando o papel-moeda representava esses valores metálicos, ainda assim se tratava igualmente de uma instituição, pois esse papel não passava de um contrato que deveria garantir a seu portador o recebimento de uma quantidade especificada de metal por representar determinados valores em moeda-papel. Tal fato, mais uma vez, dependia da confiança de que tal troca seria sempre honrada, o que significava a existência de reservas metálicas suficientes por parte dos bancos centrais e o efetivo cumprimento da obrigação de realizar a troca em questão.⁸ Isto, como se sabe, na maioria dos casos, não se mostrou factível indefinidamente, mesmo para os principais Bancos Centrais gerenciadores dos dois últimos padrões metálicos: o Banco da Inglaterra, durante o padrão-ouro, e o Federal Reserve, quando da vigência do padrão dólar-ouro. Nesses dois casos, também a história, como sempre, se encarregou de sepultar ilusões a respeito de restrições metálicas às políticas monetárias.

⁶ Ver North (1992, p.36). Perceba-se que os contratos podem se encontrar em ambas as categorias, ou seja, ser tanto formais — quando, por exemplo, são redigidos, com direitos e obrigações claramente estabelecidos — quanto informais — quando isto não ocorre, em contratos meramente verbais. Conferir, também, Williamson (1979).

⁷ Isto é, formas convencionadas para a liquidação de contratos de débito-crédito, inclusive daqueles relativos a relações mercantis "liquidadas" à vista. Essas formas convencionadas são estabelecidas, de início, por uma autoridade central, porém são, posteriormente, adotadas pelos agentes privados.

⁸ Assim, note-se que, mesmo quando circulavam moedas metálicas baseadas no valor do ouro e/ou da prata (por exemplo, padrão-ouro; padrão dólar-ouro) ou, principalmente, de seus representantes em papel, cobre ou outro material, a correspondência *de facto* entre as reservas de metal e o M_1 sempre foram insuficientes, o que, aliás, foi uma das razões para que esses padrões fossem derrubados.

Os próprios avanços, transformações e aprofundamentos das relações capitalistas, em especial aquelas concernentes ao sistema bancário-financeiro, entre países e agentes econômicos impeliram e exigiram que a instituição moeda, tanto nos espaços nacionais quanto no internacional, fosse libertada do lastro em um ativo com valor intrínseco objetivo e de oferta restrita. A moeda autonomizou-se como instituição e passou a ser administrada de maneira contingente por uma entidade central (Banco Central).

Concomitantemente, a discussão teórica sobre a “tecnologia” da gestão monetária ao longo das últimas décadas tem passado, ao menos no campo das idéias ortodoxas, por diversos momentos: da discricionariedade e ativismo da política monetária do “keynesianismo hidráulico” (Coddington, 1983) e ingênuo, pressuposto na primeira versão da curva de Phillips, à regra de crescimento constante da oferta monetária defendida por Friedman; da discussão da independência dos Bancos Centrais à defesa da implementação de metas de inflação. Em maior ou menor grau, cada uma delas teve por objetivo encontrar e definir a política monetária ótima, a partir dos objetivos preestabelecidos: controle do nível geral de preços e da variância da inflação; promoção do crescimento estável do Produto; controle do nível de emprego; estabilidade do sistema monetário; etc.

Todavia foi durante os anos 70 que emergiu mais fortemente a convenção de que a primeira e mais importante missão dos Bancos Centrais é garantir a estabilidade do nível geral de preços ao consumidor (Browne, Hellerstein, Little., 1998, p.4) e de que, portanto, a política monetária ótima é aquela que alcança com menor custo esse objetivo. Esta foi a visão que passou a prevalecer nos anos 80. Mais recentemente, Taylor precisou a definição de regra monetária ótima⁹ como sendo aquela que minimiza uma soma ponderada da variância da renda com a variância da inflação em comparação com as suas respectivas metas (Taylor, 1994). Em termos da minimização de uma função de perda (ζ_t), ter-se-ia:

$$\zeta_t = \alpha(Y_t - \hat{Y})^2 + (1 - \alpha)(\pi_t - \hat{\pi})^2 \quad (1)$$

Sendo Y_t o nível do produto agregado corrente, $\hat{Y}$ o nível de produto agregado desejado *ex ante*, pela autoridade econômica, π_t a inflação corrente

⁹ Isto é, de que forma as variáveis operacionais da política monetária, a base monetária ou a taxa de juros de curto prazo devem se alterar em resposta a mudanças das variáveis econômicas tidas como variáveis-objetivos (Taylor, 1998, p.2).

e $\hat{\pi}$ a meta de inflação preestabelecida para o período t . O valor do parâmetro α depende da preferência das autoridades econômicas, a qual, por sua vez, está relacionada com os custos esperados de perdas de Produto e de taxas de inflação superiores aos níveis esperados.¹⁰ Ainda segundo esse raciocínio, a variável operacional/instrumental que o Banco Central utilizaria para tentar minimizar esses desvios seria a taxa de juros de curto prazo, a qual, se supõe, possui uma relação com parâmetros estáveis com as variáveis-alvo $\hat{Y}$ e $\hat{\pi}$. Isto permite a definição da seguinte “função de reação” (regra de Taylor), que dirigiria a condução da política monetária:

$$r_t = \pi_t + \alpha(Y_t - \hat{Y}) + (1 - \alpha)[E_t(\pi_{t+1}) - \hat{\pi}] + \varepsilon_t \quad (2)$$

na qual $Y_t, \hat{Y}, \pi_t, \hat{\pi}, \alpha$ foram definidas na equação (1), r_t é a taxa real de juros de curto prazo (variável operacional); $E_t(\pi_{t+1})$, a expectativa de inflação para o período seguinte ao da gestão corrente (t) da política monetária, condicionada ao conjunto de informações sobre a economia de que o Banco Central dispõe no presente; e ε_t representa outras variáveis que podem afetar a condução da taxa de juros de curto prazo. Note-se que, além da inflação corrente, a política monetária deveria pautar-se pelas expectativas futuras de desvios com relação à meta inflacionária, em razão dos hiatos temporais existentes entre a mudança da taxa de juros e seus efeitos sobre a economia.

Por trás dessa definição de regra monetária ótima, há a idéia de que a política monetária tanto pode ter como objeto final o crescimento estável do Produto quanto a estabilidade de preços. A maior atenção a um desses objetivos implicará a aceitação de sacrifícios com relação ao outro, pelo menos no curto prazo.¹¹ Assim, não se define quais são as preferências da autoridade econômica; prevalece a indeterminação quanto à regra ótima. Ademais, qualquer modelo que tente delinear as características dessa regra ótima passa pela questão da confiança *ex ante* que ele consegue incutir nos agentes privados quanto à manutenção do valor da moeda ao longo do tempo. Isto é, de saída, a política monetária teria que ser entendida como crível pelos agentes econômicos, pois, se isso não ocorresse, os custos, em termos de Produto, de uma política de

¹⁰ Sobre os custos da inflação, ver Driffil, Mizon e Ulph. (1990).

¹¹ Defende-se normalmente, porém, que a promoção pela autoridade monetária de estabilidade de preços não entra em conflito com os objetivos de pleno emprego e crescimento econômico no longo prazo. Ao contrário, seria até uma pré-condição para se atingirem esses estados (Fischer, 1996; Mishkin, 1999).

estabilização de preços seriam muito altos, ou vice-versa. Lembre-se ainda, como já expressado, que os gestores da política monetária devem conduzi-la com os olhos voltados para o futuro, ou seja, precisam reagir e contrabalançar antecipadamente — via alterações nas variáveis operacionais da política monetária — os futuros desvios esperados do produto e/ou da inflação de seus respectivos níveis-alvo, dados os hiatos temporais entre a execução da política e seus efeitos sobre a economia.

2 - Execução da política monetária em uma economia aberta

Novas dificuldades são acrescentadas à gestão da política monetária quando esta passa a se dar em um cenário de economia aberta. Todavia, tradicionalmente, o economista é levado, por formação, a pensar na política monetária em termos de uma economia fechada, pois é em um tal contexto que lhe são apresentados os diferentes modelos relacionados à teoria monetária, inclusive o mais famoso deles: a teoria quantitativa da moeda. Quando muito, o economista é ensinado a estabelecer um raciocínio nos moldes do modelo Mundell-Fleming, com plena mobilidade de capital, combinado com os dois regimes canônicos de câmbio: no caso do câmbio fixo, a política monetária torna-se mero apêndice da política cambial, podendo ser exercida de fato apenas quando o regime é de câmbio flexível; e, neste último caso, as variações na oferta monetária provocam flutuações na taxa de câmbio, as quais, via efeito sobre as exportações líquidas, o saldo da balança comercial, o nível de renda e a demanda monetária, afetam a taxa de juros, mesmo sem repercutirem sobre o estoque de moeda. Assim, no modelo Mundell-Fleming, a política monetária é, antes de tudo, a gestão da oferta monetária e não da taxa de juros. A questão é que, no mundo real, as evidências são de que os Bancos Centrais operam a política monetária via administração da taxa de juros de curto prazo (Goodhart, 1995; Torres, 1999; Mishkin, 1999).

Além disso, em um cenário de economia aberta, especialmente aos fluxos financeiros internacionais, a gestão da política monetária torna-se muito mais complexa do que prevê esse tradicional modelo. Os efeitos da política monetária sobre as decisões de gestão de riqueza privada e sobre o nível geral de preços passam a se dar não apenas pelo canal de taxa de juros, mas também pelo de câmbio (Ball, 1998). Ademais, como afirmou Hicks (1967, p.156), “(...) a teoria monetária é menos abstrata do que a maior parte da teoria econômica; não pode evitar uma relação com a realidade que falta algumas vezes em outros setores”.

Portanto, a discussão envolvendo política monetária deve sempre ser pautada pelo aparato institucional no qual ela se insere. Nesse sentido, o fato de a execução da política monetária ter se tornado cada vez mais complexa, em uma realidade de economias abertas, envolve uma discussão sobre a remodelação das instituições envolvidas (nas quais, dentre outras coisas, se define a estrutura operacional na qual se define e opera a gestão monetária), inclusive da própria moeda sobre a qual se executa a política monetária e do regime cambial a elas relacionado.

Por outro lado, como já havia reconhecido Keynes, em 1923, no seu **A Tract on Monetary Reform**, a administração da política monetária possui uma dimensão expectacional acentuada, pois deve ser gerida com base em informações passadas e correntes capazes de subsidiar prognósticos quanto a eventos futuros, sejam eles relacionados a pressões inflacionárias ou à estabilidade do sistema financeiro, para, antecipadamente, tentar contrapor-se a eles. Clarida e Gertler (1997), por exemplo, analisando recentemente o caso da administração monetária do Bundesbank, reforçam essa convicção. Esses autores encontraram evidências de que os gestores da política monetária alemã a conduzem por meio de antecipações do futuro, o que não significa afirmar que tais antecipações estão sempre corretas.

A questão é que, em economias abertas, se aprofunda a relação entre as variáveis juros e câmbio, muito além do que aquela prevista no modelo Mundell-Fleming. A taxa de juros, ao influenciar diretamente os preços e os rendimentos esperados dos ativos no mercado monetário-financeiro doméstico, acaba, indiretamente, afetando a entrada e a saída de capitais financeiros dos países (e, portanto, os fluxos da conta de capital do balanço de pagamentos) e, por conseguinte, alterando as condições de oferta e de demanda no mercado de divisas. Em um cenário de câmbio flutuante, tais alterações rebaterão sobre a taxa de câmbio e, a partir dela, sobre a competitividade dos produtos nacionais no mercado internacional e sobre o nível geral de preços, via, principalmente, variações nos custos em moeda doméstica dos insumos e produtos importados (Vasconcelos, Strachman, 1998). Isto, por exemplo, reduz em muito a capacidade de a política monetária ser eficientemente conduzida nos moldes do regime de "metas inflacionárias" (*inflation target*), perseguida segundo a "regra de Taylor" (Svensson, 1998). Já com câmbio fixo ou administrado, os efeitos podem se dar sobre as reservas cambiais do Banco Central e sobre o nível de liquidez da economia e, no caso de adoção de política de esterilização dos influxos de capital externo, sobre a dívida pública interna. O problema é que, no mundo real, freqüentemente, os dois cenários acima se mesclam, tanto em suas causas como em seus efeitos, vale dizer, muitos países adotam flutuações

cambiais “sujas”, nas quais procuram defender certas bandas cambiais, declaradas ou não (Tobin, 1998).

Porém os efeitos da taxa de juros sobre a taxa de câmbio não são conhecidos *ex ante*. Os gestores de política necessitam atentar para a instável relação da taxa de juros com a taxa de câmbio. Tal relação é permeada pelas expectativas e pelo grau de confiança voláteis (Dequech, 1998; 1999) dos investidores quanto ao país em questão, bem como quanto às condições do sistema financeiro internacional, inclusive no que diz respeito às taxas de juros sobre ativos denominados nas moedas cumpridoras da função de reserva de valor internacional.

Assim, em um cenário de uma economia aberta com profunda inserção nos fluxos financeiros internacionais, o Banco Central deixa de se ater exclusivamente às posições de liquidez, às expectativas e aos movimentos dos agentes — em especial dos bancos — participantes do sistema monetário-financeiro doméstico. Isto porque a moeda doméstica e os ativos nela denominados passam a concorrer diariamente com moedas e ativos estrangeiros por posições nas carteiras de tais agentes, com o que o Banco Central passa a tentar antecipar as variações da demanda pela moeda de sua emissão. Mais do que nunca, a demanda por moeda doméstica reflete motivações especulativas extremamente voláteis dos agentes, pois se pautam não somente por variações esperadas no nível geral de preços, mas também pelo próprio valor da moeda frente a congêneres estrangeiras, valor este sujeito a variações impulsionadas por alterações nas expectativas privadas, sendo estas, muitas vezes, descoladas de quaisquer mudanças efetivas dos chamados “fundamentos cambiais” (Vasconcelos, 1998; Williamson, 1999). Em outras palavras, as decisões ou os planos de portfólio dos agentes econômicos são afetados não apenas pela taxa de juros, mas também, em alguns momentos, fundamentalmente, pelas expectativas de variação cambial. Isto torna mais difícil para os gestores da política monetária se anteciparem às flutuações da demanda por moeda e, assim, gerirem com eficiência a liquidez do sistema, via manipulação do estoque de moeda de curso legal (moeda e depósitos junto ao Banco Central) (Goodhart, 1995, p.32) e, por conseguinte, da taxa de juros básica do mercado, isto é, aquela que determina o preço das reservas bancárias e “(...) ancora as demais taxas de juros, permitindo a transmissão da política monetária (...) a todo o sistema financeiro” (Torres, 1999, p.193).

Nota-se aqui, portanto, que, do mesmo modo que existe uma relação de causalidade da taxa de juros para a taxa de câmbio, há também uma relação inversa, via expectativas concernentes aos valores futuros da última. Antecipações de perda de valor da moeda doméstica em relação às divisas estrangeiras

mais importantes no mercado cambial nacional fazem com que os agentes reduzam em suas carteiras a participação da primeira e dos ativos nela denominados. Com isto, os preços correntes e esperados desses ativos caem, e, por conseguinte, as taxas de juros que incidem sobre eles aumentam.

Ademais, como apontado acima, a taxa de juros básica explicita o custo da liquidez na economia, isto é, o custo do ativo que serve como meio de liquidação de contratos, e o Banco Central tem a capacidade de determinar ao menos o valor nominal dessa taxa. A definição do valor real dessa taxa, por sua vez, "(...) depende de expectativas da variação relativa de outros preços" (Goodhart, 1995, p.34), sendo estes não apenas aqueles que compõem o índice que estima o nível geral de preços, mas também os dos ativos reais (propriedades, imóveis) e dos haveres financeiros (ações, títulos de dívida privados), os quais, desde o início dos anos 80, ampliaram de forma significativa sua "participação (...) na composição da riqueza privada" (Coutinho, Belluzzo, 1998, p.137). A questão é que, em um cenário de economia aberta e de crescimento da "(...) participação cruzada de investidores estrangeiros, com a liberalização dos mercados de câmbio e desregulamentação dos controles sobre os fluxos de capitais" (idem, ibidem), tais ativos têm seus preços fortemente afetados pelos movimentos de entradas e saídas de capitais financeiros dos países, os quais são fortemente afetados pelas expectativas cambiais que predominam entre os agentes privados. Este é outro canal de influência da taxa de câmbio sobre a taxa de juros real e, portanto, sobre o piso nominal dos juros que os Bancos Centrais têm de garantir, se não quiserem estar sujeitos a súbitas saídas de capitais e a desvalorizações dos ativos denominados em suas moedas nacionais.

Por fim, deve-se ressaltar que a operacionalidade efetiva da política monetária só é factível em economias que não apresentam estados de alta inflação por longos períodos de tempo (Lopes, 1997). Logo, é preciso estabelecer sob quais condições ou arranjos institucionais uma moeda nacional consegue obter, junto aos agentes privados, o grau de confiança necessário para que ela cumpra satisfatoriamente suas funções.

3 - As precondições para a estabilidade de uma moeda

Enfim, o que garante a confiança e, por conseguinte, a capacidade de um ativo (moeda) cumprir a função de riqueza genérica e reserva de valor nas sociedades capitalistas? Como apontado acima, os ativos que, nas sociedades modernas, cumprem a função da moeda, na maioria dos casos, não possuem

seus valores lastreados em algum ativo real com valor determinado no mercado. Nas modernas economias capitalistas, as moedas são, antes de tudo, instituições aceitas e valoradas coletivamente em determinado espaço territorial, portanto, destituídas de significativo valor intrínseco. Seria, então, a confiança nos agentes que as emitem, quer dizer, nos governos emissores de suas respectivas moedas, uma confiança fundada sobre a crença de que o governo não abusará da sua capacidade de emitir a moeda, evitando que a oferta desta apenas possa se equilibrar com a sua demanda via uma perda significava de valor? Em outras palavras, uma confiança de que o agente emissor da moeda sempre procurará mantê-la como um “bem escasso” (Keynes, 1991, cap.17) dentro do sistema econômico? A resposta parece ser afirmativa.

Porém o que determina o grau de confiança dos agentes privados na gestão monetária desses governos? Em última instância, ele é determinado exatamente por essa avaliação quanto à possibilidade de o governo vir a, sistematicamente, emitir mais moeda do que os agentes privados consideram aceitável, dadas as decisões prévias e expectativas de administração de suas carteiras de riqueza. Se os agentes entenderem que tal possibilidade é significativa, perdem a confiança na capacidade de o governo garantir, ao longo do tempo, o valor da moeda de sua emissão e, no limite (em estágios hiperinflacionários ou em contextos de crises cambiais), podem procurar outro ativo que cumpra, mesmo que parcialmente, as funções dessa moeda. Há, por certo, uma dose de indeterminação nisso, pois envolve avaliações dos agentes econômicos quanto ao comportamento futuro da autoridade monetária. Mas essa indeterminação advém da própria definição da moeda como uma instituição que, mesmo sendo imposta em um primeiro momento por uma autoridade central, é avaliada permanentemente pelos agentes privados.

Importa reter, ainda, que o grau de credibilidade da gestão monetária está estritamente relacionado ao posicionamento fiscal do governo emissor da moeda, pois essa é a principal variável para a qual os agentes atentam para definir a possibilidade de o governo seguir, ou não, uma política monetária austera. Há diversos canais pelos quais essa situação fiscal do governo afeta a avaliação que os agentes fazem quanto às perspectivas da política monetária. O mais comumente citado nos manuais de economia aponta que, se o governo apresentar sucessivos déficits fiscais, pode tentar financiá-los via emissão de moeda em um patamar superior à demanda por encaixes reais dos agentes privados. Isto, uma vez aceita alguma das versões da Teoria Quantitativa da Moeda, terminaria por causar um aumento do nível geral de preços.¹²

¹² Para uma crítica aos pressupostos e às conclusões da Teoria Quantitativa da Moeda, ver Costa (1999).

Outro surgiria da ligação entre déficit fiscal, dívida pública e taxa de juros: se há uma sucessão de déficits fiscais do governo financiada por meio da emissão de títulos e, por conseguinte, aumento da dívida pública, o gestor da política monetária poderá encontrar-se, em algum momento do tempo, sob restrições para adotar uma política monetária de taxas de juros elevadas, pois isto poderia implicar, segundo as avaliações privadas, um crescimento explosivo da dívida pública, dadas as taxas correntes e previstas de crescimento da economia e o valor dos déficits primários. Nesse cenário, ainda segundo as avaliações dos agentes privados, o governo teria como saída, ou não, honrar os seus títulos de dívida, ou tentar reduzir seu valor em termos reais, promovendo a aceleração da inflação. Em ambos os casos, haveria uma deterioração nas expectativas dos agentes quanto à estabilidade da economia, em particular a do nível geral de preços e dos ativos, no futuro. É preciso ressaltar, porém, que os efeitos do estado das contas públicas sobre as avaliações privadas quanto à credibilidade intertemporal da política monetária não são objetivamente definidos, dado que tais avaliações são permeadas pelas voláteis expectativas privadas, que hora subavaliavam tal estado, hora o superestimam.

Enfim, para manter uma moeda estável no decorrer de prazos mais dilatados, é necessário atender a uma série de condições: (a) que os gastos públicos sejam adequadamente financiados pelas receitas fiscais, o que implica uma desejável ausência de déficits públicos (primários ou operacionais), a não ser em situações excepcionais (por exemplo, de recessão econômica ou conflitos bélicos — Keynes, 1991; 1980; Kregel, 1985), ou, se tal resultado não for possível no médio prazo, a possibilidade de financiar adequadamente esses déficits via emissão de títulos de dívida de longo prazo junto aos agentes privados. Ou seja, financiá-los sem que, para isso, tais agentes peçam taxas de juros que causem elas próprias a inviabilidade desse financiamento a longo prazo, ao acarretar um crescimento explosivo da dívida e dos déficits a serem financiados,¹³ assim ocasionando desconfiças nos mercados quanto à possibilidade de o Estado manter e honrar esse endividamento no futuro, sem usar o artifício de diminuí-la via crescimento acelerado da inflação ou via medidas para combatê-la; (b) políticas monetárias consistentes intertemporalmente, o que significa impor certas restrições à liquidez a ser proporcionada pelos Bancos Centrais e, dessa maneira, assegurar a estabilidade do sistema bancário, minimizando o risco de crises sistêmicas por meio de sua atuação como emprestador de última instância (Keynes, 1991; Davidson, 1980; Mishkin, 1999); e (c) políticas

¹³ Como se sabe, as taxas de juros representam, dentre outras coisas, a razão matemática de crescimento de uma dívida.

cambiais consistentes no longo prazo, o que significa a impossibilidade de persistência de déficits elevados em transações correntes por longos períodos, sobretudo se estes não tiverem contrapartida em aumentos futuros da competitividade dos bens e serviços nacionais, em comparação com os estrangeiros¹⁴ — os quais possam dissipar esses déficits (ou, se possível, revertê-los), em épocas futuras — e/ou em superávits compensadores suficientes na balança de transações de capitais, ou, ainda, na existência de reservas cambiais adequadas ou na capacidade para financiar esses déficits por meio de senhoriagem obtida com a emissão de uma moeda que seja aceita e utilizada como reserva de valor por agentes estrangeiros.¹⁵

Portanto, a persistência de elevados déficits em transações correntes por longos períodos de tempo somente parece possível, sem transformações radicais na competitividade internacional de bens e serviços, no caso de países emissores de moeda conversível com boa aceitação nos mercados cambiais internacionais. Isto porque estes têm a possibilidade de obter receitas de senhoriagem por suas moedas, largamente aceitas nesses mercados,¹⁶ e de vender ativos nacionais para o Exterior, pagando baixas taxas de juros (ou mesmo de vender ativos imobiliários), o que implica, precisamente, a entrada de recursos financeiros na conta de transações de capital, que contrabalançam esses déficits nas transações correntes. É a existência de ambas possibilidades que explica a apreciação do dólar americano (Tobin, 1998, p.3), moeda-reserva internacional, em vários períodos, mesmo com a existência de déficits portentosos em suas transações correntes (sobretudo em suas transações comerciais) desde o início da década de 80.

Já no caso dos países em desenvolvimento, como visto, tal possibilidade de persistência de déficits em transações correntes sem a entrada compensatória de capitais e sem uma melhora na competitividade internacional de seus bens e serviços não é factível no longo prazo. Isto por causa da impossibilidade de ganhos de senhoriagem com suas moedas não-conversíveis no mercado

¹⁴ Kregel (1985, p.49n), citando Keynes (1980, p.267), a respeito da necessidade de a Grã-Bretanha manter uma balança comercial equilibrada.

¹⁵ Para o caso argentino, país que passou a apresentar volumosos déficits em transações correntes a partir da adoção do *currency board* e das políticas econômicas que o acompanharam, em março de 1991, ver Fanelli (1998) e Fanelli e Rozada (1998). O caso brasileiro está resumidamente descrito em Vasconcelos e Strachman (1999).

¹⁶ Apesar de igualmente sujeitas à depreciação diante das demais moedas conversíveis do sistema monetário internacional, quando os déficits em transações correntes não são compensados pelas transações de capital, ao menos quando se tomam tendências de longo prazo.

internacional e da existência de maiores limites quanto à atratividade de seus ativos para os aplicadores forâneos, quando comparado com os países desenvolvidos, sobretudo os de grande porte.

4 - Requisitos institucionais para que as condições de estabilidade sejam atendidas nos países em desenvolvimento

A partir da análise realizada na seção anterior, é possível vislumbrar, antecipadamente, alguns dos empecilhos que países em desenvolvimento podem encontrar para a estabilidade de suas moedas. Em primeiro lugar, muitos desses países se vêem fortemente prejudicados em suas tentativas de manter suas contas públicas equilibradas ou com déficits pouco significativos, financiáveis sem maiores sobressaltos por prazos longos. A dificuldade para fazer frente às necessidades de financiamento do setor público nesses países, em grande parte decorrente de sistemas tributários e fiscalizadores deficientes e da impossibilidade de tributar-se adequadamente as camadas mais favorecidas — detentoras do poder político —, assim como o descompromisso dessas camadas com a estabilidade da moeda e/ou com o desenvolvimento dos seus países, perfazem todo um conjunto de instituições difíceis de contornar e que conduzem, muitas vezes, a déficits públicos perenes e completamente disfuncionais, pois não dinamizadores de crescimento econômico ou passíveis de serem usados como instrumento de estabilização das flutuações da renda agregada (Keynes, 1980; Kregel, 1985).

No caso das políticas monetárias, torna-se igualmente difícil a manutenção de níveis adequados de liquidez. Esta ou é excessivamente alta — nos casos em que os Bancos Centrais não possuem poder ou vontade política para regulá-la, terminando por proporcionar liquidez aos detentores do poder de pressionar por esta —, ou por demais reduzida — nos casos em que existem interesses em se manterem regimes cambiais administrados que terminem por sustentar taxas de câmbio excessivamente apreciadas, ou, ainda, em que se aplicam políticas de estabilização de preços excessivamente rígidas. Não se deve esquecer, ademais, que graus restritos de liquidez proporcionam elevada

remuneração aos detentores de capitais, funcionais sobretudo quando não há projetos de desenvolvimento de grande envergadura sendo implantados.¹⁷

No que tange à política cambial, a estabilidade da taxa de câmbio e o arrefecimento dos impactos de suas variações sobre os preços em um país dependem da capacidade relativa de financiamento de eventuais déficits em transações correntes via superávits nas transações de capital, ou, se possível, da obtenção de superávits (ou mesmo de “equilíbrios”) em transações correntes não sobrecompensados por saídas muito volumosas na conta de capital do balanço de pagamentos. Essa necessidade é ainda mais forte no caso dos países em desenvolvimento, os quais, por possuírem moedas não-conversíveis ou de reduzida aceitação em nível internacional, precisam pagar taxas de juros acima daquelas vigentes nos países centrais, a fim de compensarem o risco cambial.

Tais condições, contudo, podem ser bastante dificultadas pelos recorrentes problemas de escassez de divisas que esses países enfrentam. Destarte, em fases de industrialização acelerada, eles, freqüentemente, se vêem sem divisas suficientes para fazer frente a todos os gastos necessários em moeda estrangeira (Tavares, 1981), o que conduziu alguns deles, quando se encontravam em tais fases, a optarem pela centralização de divisas e pelo estabelecimento de prioridades no seu uso.¹⁸ Outro tipo de problema pode ser o uso pouco criterioso do endividamento externo, o que resulta em posteriores dificuldades para cumprir as obrigações referentes a esses empréstimos, com possíveis repercussões “cruzadas” sobre o financiamento público, quando parte substancial dessas dívidas é assumida pelo setor público. Em alguns casos, esse endividamento pode ser utilizado para, ao menos parcialmente, fazer frente a essa escassez de divisas, mas isso nem sempre ocorre. Ao mesmo tempo, pode-se recorrer a sobreapreciações das moedas desses países (Fanelli, Rozada, 1998, p.14-15), possibilitando, com isso, importações e viagens internacionais mais baratas em suas respectivas moedas nacionais, sem repercussões impor-

¹⁷ Como se sabe, é quase inevitável ocorrerem graves conflitos entre os responsáveis pelo desenvolvimento industrial e econômico dos países e aquelas pessoas e instituições governamentais mais direcionadas para a estabilidade da moeda e das finanças públicas, sendo raros os casos em que os primeiros vencem. Para o caso da França, conferir Zysman (1978; 1983; 1994) e Hall (1986); para o caso da Grã-Bretanha, Zysman (1983; 1994) e Hall (1986); para o caso do Japão, Zysman (1983; 1994) e Johnson, C. (1992); para o caso dos EUA, Eisner (1994); e, para o caso do Brasil, Lessa (1978). Uma análise geral desses processos se encontra em Chesnais (1996).

¹⁸ Para o caso do Japão, durante suas fases de rápida industrialização, conferir Johnson, C. (1992). Para o caso do Brasil nos anos 50, ver, dentre outros, Lessa (1983).

tantes em termos de investimentos via importações mais baratas de bens de capital, embora tal tipo de expediente de sobreapreciação do câmbio para facilitar importações de bens de capital tenha sido utilizado por muitos países em desenvolvimento, em determinadas fases de suas histórias.¹⁹

Portanto, em muitos casos, esse processo de forte saída de divisas dos países em desenvolvimento ocorre como resultado de políticas econômicas inconsistentes,²⁰ para não dizer irresponsáveis, aplicadas pelos gestores de política econômica, apoiados por institucionalidades e interesses que os favorecem a proceder dessa maneira.²¹ Por outro lado, uma vez que nem as instituições, nem as ideologias são ótimas, pode-se procurar compreender o comportamento sistêmico “irracional” dos vários agentes e dos formuladores de política econômica — ainda que mostrando uma certa racionalidade individual²² — também como uma adaptação à institucionalidade vigente, sem maio-

¹⁹ Ver, mais uma vez, Johnson, C. (1992) para o caso do Japão e Lessa (1983) para o caso do Brasil, nos anos 50. Note-se, contudo, que esses subsídios às importações de bens de capital via câmbio sobreapreciado implicam saídas de divisas que poderiam, muitas vezes, ser evitadas se a produção nacional desses bens fosse incentivada, mantendo o poder de compra circulando dentro das fronteiras nacionais e estimulando as economias em desenvolvimento, via multiplicadores e aceleradores.

²⁰ Como ressaltam Fanelli e Rozada (1998, p.15), “(...) as políticas macroeconômicas fundamentais devem ser consistentes com o regime cambial elegido. Se isto não for assim, cedo ou tarde o regime tornar-se-á insustentável e, no ínterim, a economia pagará os custos em termos de risco”. Ver também Fanelli e Rozada (1998, p.17, 34).

²¹ Dentre elas, talvez a principal seja a crescente atitude liberal de vários países frente aos movimentos de capitais (Tobin, 1998, p.7; Mishkin, 1999, p.9n), inclusive por parte de várias nações com históricos claramente antiliberais nesse sentido, como é o caso de **todas** as nações do Leste Asiático que sofreram, recentemente, especulações contra as suas moedas, enquanto as que mantiveram controles efetivos sobre esses capitais, como Taiwan, passaram razoavelmente incólumes pelas ondas especulativas que emergiram com maior força a partir, sobretudo, das primeiras crises cambiais na Tailândia, em 1997 (Vasconcelos, Strachman, 1997; 1999). Este é igualmente o caso do Brasil, que possuía uma história de fortes restrições ao acesso às reservas oficiais até o final dos anos 80, ao contrário de países como o México e a Argentina, os quais sofreram historicamente recorrentes e violentos ataques contra a paridade de suas moedas. Recentemente, deve-se observar que países como Chile e Colômbia (Tobin, 1998, p.18; Fanelli, 1998, p.8; Fanelli, Rozada, 1998, p.34) se mantiveram relativamente a salvo das ondas especulativas de capitais, por terem imposto restrições aos fluxos de entrada e saída de capitais de seus países, mais prementes frente aos progressivos volumes de fluxos financeiros em escala global (Tobin, 1998, p.18-20; Eichengreen, 1998, p.21-22).

²² Por exemplo, nos comportamentos de manada (Harvey, 1996; Vasconcelos, 1998; Vasconcelos, Strachman, 1999).

res questionamentos quanto às repercussões sistêmicas de suas decisões, às vezes nem ao menos se dando conta de sua existência, ou mesmo não tendo qualquer maneira de modificar o comportamento conjunto por meio de decisões individuais.

Um tal comportamento “dependente da trajetória” (*path-dependent*) é comum, quando se trata tanto de instituições quanto de ideologias. Pode-se compreender tal tipo de problemas igualmente como o de falta de coordenação das decisões dos vários agentes econômicos (Chang, 1994). Mas, mesmo em um tal caso, o Estado teria a possibilidade de exercer favoravelmente tal papel de coordenador. Todavia, em muitos casos, ocorre o contrário, com o Estado atuando como reforçador da irracionalidade sistêmica das ações dos vários agentes individuais, sancionando-a, até mesmo por ceder às pressões desses mesmos agentes para verem cumpridas determinadas apostas de aplicação de capital, com claras tendências especulativas ou não. Ou, ainda, o Estado é acionado apenas a fim de solucionar, ao menos parcialmente, certos riscos sistêmicos que se manifestam exatamente a partir da ação descoordenada dos vários agentes, corroborada por uma institucionalidade deficiente. Porém, como mostra Tobin (1998, p.20), qualquer risco moral proveniente de tais tipos de socorro por parte dos Estados é menor do que aqueles decorrentes das conseqüências de uma crise de liquidez e de confiança generalizadas, inclusive para aqueles que, mesmo não sendo responsáveis por essa crise, podem ser os mais atingidos por ela, em razão de disporem de menores meios de proteção.

Todas essas afirmações podem ser ilustradas por atitudes típicas contra a estabilidade de longo prazo das moedas nacionais e/ou do desenvolvimento dos países, conforme já ressaltado nos exemplos apresentados de desperdício de divisas, mas também de receitas ou despesas públicas, ou ainda de políticas monetárias deficientes. Assim, os países podem assumir endividamentos externos inconsistentes com suas possibilidades futuras de pagamento das obrigações por eles criadas; podem, igualmente, aferrar-se a câmbios sobreapreciados ou a uma proteção deficiente aos seus setores produtivos, desperdiçando divisas com bens e serviços inúteis em termos de ampliações futuras, seja das suas capacidades produtivas, seja de suas produtividades, e sem se preocupar com uma solução de longo prazo para esses problemas. O mesmo vale, como se viu, para suas políticas fiscais e monetárias.

Em razão dessas várias inconsistências de longo prazo com relação à estabilidade das moedas nacionais **e de institucionalidades pouco propícias e preocupadas com essas estabilidades, mas, ao mesmo tempo, pou-**

co afeitas a mudanças (nesta ou em qualquer outra direção)²³, é que surgem propostas de abdicação total ou parcial — ou seja, de *currency boards* (Fanelli, Rozada, 1998; Mishkin, 1999) — das moedas nacionais e da autonomia dos gestores das políticas monetárias. No limite, portanto, pode-se dizer que a adoção de uma moeda estrangeira conversível, integralmente ou por meio de um *currency board*, significa a tentativa de importação de uma instituição específica, uma determinada moeda estrangeira, mas sem se ater à necessidade de maiores preocupações com as demais instituições que conferem estabilidade a essa moeda, assim como com outras instituições que conferem uma geralmente maior racionalidade às economias e às sociedades dos países emissores dessa moeda a ser adotada.

É preciso ainda apontar que essa maturidade dos países desenvolvidos no que diz respeito às condições institucionais para a estabilidade de suas moedas (Mishkin, 1999, p.6, 27-28, 39), com políticas monetárias, fiscais e cambiais consistentes com esse objetivo, se deve, em grande medida, aos interesses dos mercados financeiros por taxas de inflação reduzidas e ao peso desses mercados na determinação das políticas econômicas a serem seguidas, em detrimento de outras metas (Hall, 1986; Chesnais, 1996; Minsky, Whalen, 1996-97, p.165-166; Krugman, 1999; Mishkin, 1999, p.35-36).

5 - Propostas para abdicar das moedas nacionais ou para adotar *currency boards*

Como se viu, propostas de renúncia a moedas nacionais independentes aparecem como saída aos problemas de estabilidade monetária e econômica decorrentes de certas características institucionais encontradas em muitos casos nos países em desenvolvimento. Tal posicionamento foi defendido por Milton Friedman, em 1972, em ocasião de sua *Horwitz Lectures*. Defendeu ele que qualquer país em desenvolvimento, com um Banco Central, estaria condenado, pois a condução discricionária da sua política monetária produziria uma combinação de altas taxas de inflação com baixas taxas de crescimento econômico, por razões vinculadas às suas institucionalidades (Hanke, 1999). A saída, na opinião de Friedman, seria “(...) eliminar o Banco Central, amalgamando moeda

²³ Como também é próprio das instituições e das institucionalidades, em suas misturas com relações de poder, interesses estabelecidos, etc. (North, 1992), assumindo todo um conjunto de características a partir de uma determinada trajetória.

nacional com uma moeda forte, seja via um sistema de *currency board* ortodoxo (emissão de moeda doméstica com um mínimo de 100% de lastro em moeda forte estrangeira²⁴), seja via “dolarização oficial” (Hanke, 1999, p.s/n). Mas foi apenas nos anos 90, com as sucessivas crises cambiais que atingiram alguns países em desenvolvimento e o exemplo da união monetária europeia, que essa visão de Friedman tomou mais força e passou a ocupar espaço nas discussões econômicas.

Atualmente, defende-se que uma primeira saída para os países emissores de moedas “fracas” é a atribuição de uma paridade fixa do câmbio com relação a uma moeda-reserva âncora. Uma variante dessa saída é o estabelecimento de certos alvos (*targets*) móveis para a paridade cambial, com relação a uma determinada moeda-âncora (Mishkin, 1999, p.2), ou mesmo no confronto com uma cesta de moedas, produzindo sistemas de paridades “lentamente ajustáveis” (*crawling-pegs*). Entretanto este último recurso não será analisado mais detalhadamente neste artigo, pois concede muito maior autonomia às moedas nacionais, apenas determinando o cumprimento de certas metas (formalizadas, ou não) quanto à evolução das paridades cambiais, apesar das restrições que impõe às políticas monetárias dos países que a ele recorrem (Mishkin, 1999, p.4-11, 30-31).²⁵

Portanto, uma primeira solução a ser examinada é a manutenção de uma determinada moeda nacional, porém atrelada formal e legalmente a uma moeda conversível, por meio dos chamados *currency boards*.²⁶ Como explica Tobin (1998, p.12), um “(...) *currency board* requer 100 por cento de reservas em moeda

²⁴ E que ainda não atue como emprestador de última instância, não determine os requerimentos de reservas dos bancos comerciais, não efetue operações cambiais em mercados a termo e obtenha receitas de *seigniorage* apenas na forma de juros recebidos com aplicações das reservas cambiais (Hanke, 1999).

²⁵ Por exemplo, por causa da necessidade de transmitir as mudanças nas políticas monetárias no país emissor da moeda-âncora para os países a esta atrelados. Para os exemplos de vários países europeus no atrelamento de suas moedas nacionais ao marco alemão por meio de um sistema de *crawling-peg* e também de outras moedas nacionais a outras moedas-âncora e os problemas e as vantagens que obtiveram, conferir Mishkin (1999, p.2-12). Entretanto não se deve esquecer que o aumento dos juros em um país emissor de uma moeda utilizada como referência internacional, como o dólar estadunidense, pode exigir que os outros países sigam sua política monetária, independentemente de qualquer *crawling-peg*, assim como ocorreu quando da grande elevação dos juros nos EUA, a partir de 1979 até a primeira metade dos anos 80.

²⁶ Como nota Eichengreen (1998, p.22), há um firme crescimento recente do número de países-membros do FMI que se utilizam de *currency boards*.

convertível [*hard currency*] quando confrontado com a base monetária em moeda local". E um segundo expediente é o desaparecimento puro e simples de moedas nacionais que passem recorrentemente por problemas de estabilidade.

Uma questão inicial emerge nos casos em que a moeda nacional pode ser trocada por reservas por meio de cheques. Isto porque, como se sabe, devido ao multiplicador bancário, o M_1 pode ultrapassar em muito a base monetária original, o que implica a inexistência de garantias de que o Banco Central poderá atender a todas as demandas por trocas de moeda local (em especial, aquelas sob a forma de passivos dos bancos domésticos) por moeda convertível, ainda que procure seguir as regras estabelecidas para a conversibilidade (Tobin, 1998, p.12-13). Uma forma de contornar isso seria via imposição de aumentos nos requerimentos de reservas obrigatórias que os bancos são obrigados a observar. Conseqüentemente, haveria diminuição do multiplicador bancário e do M_1 , pois os bancos teriam maiores restrições e mesmo desestímulo para ampliar suas operações creditícias. Ademais, haveria uma elevação das taxas de juros domésticas, a qual, por si só, poderia desincentivar decisões de tomar créditos bancários, reduzindo a liquidez e o grau de alavancagem da economia sobre as reservas de lastro.²⁷

Uma segunda questão é a de grandes saídas de reservas, como consequência de crises cambiais nacionais ou mesmo internacionais. Em tais casos, os Bancos Centrais vêem-se obrigados a aumentar as taxas de juros, na maioria das vezes para níveis astronômicos, a fim de evitar problemas no que se refere ao seu comprometimento com a conversibilidade de sua moeda (Tobin, 1998, p.12).²⁸ Mas a escassez de meio-circulante e a subida dos juros podem

²⁷ Portanto, um "(...) requerimento de 100 por cento de reservas com relação aos depósitos bancários é uma extensão lógica da idéia do *currency board* (...) Iria permitir ao sistema, **originalmente utilizado pelas colônias britânicas, dependentes principalmente de papel-moeda**, estar à altura de aumentos nos depósitos bancários como o principal meio de troca (grifos nossos)" (Tobin, 1998, p.13).

²⁸ Como nota Tobin (1998, p.13-14), "(...) o *currency board* torna impossível ao Banco Central desempenhar suas funções domésticas normais, seja aquela de estabilizador macroeconômico, seja a de prestador de última instância.(...) O *currency board* (...) sacrifica o desempenho macroeconômico real em todas as suas dimensões significativas — produção, renda, crescimento, comércio, poupança e investimento — para fortalecer a moeda e indiretamente prevenir a inflação. Quando os sucessos do artifício são anunciados espalhafatosamente, é neste sentido estrito. O *currency board* é uma forma extrema da taxa de câmbio fixa como uma 'âncora real', uma tática de autodisciplina nacional popular nos anos recentes. Todavia, o verdadeiro teste de uma política bem-sucedida não é dominar a inflação por meio de um sacrifício sem limites da prosperidade, porém dominar a inflação ao mesmo tempo em que se atinge o pleno emprego e um razoável crescimento do bem-estar econômico." Nesse mesmo sentido, ver Fanelli e Rozada (1998, p.14-16).

ser de tal magnitude, assim como a conseqüente restrição ao nível interno de atividades, que o Banco Central pode ver-se obrigado a modificar as regras de atuação inicialmente estabelecidas, seja flexibilizando seu modo de atuação,²⁹ ou mesmo abandonando a paridade inicialmente estabelecida (como se discute atualmente para o caso argentino).

Note-se que um efeito semelhante deve ocorrer se a atividade econômica do país que adota a moeda conversível aumentar além da ampliação das reservas internacionais em um montante suficiente para fazer frente à conversibilidade instituída (Tobin, 1998, p.12). Em uma eventualidade desse tipo, a fim de evitar corridas contra a moeda nacional, é necessária a diminuição do ritmo de atividades por meio do aumento das taxas de juros e/ou da adoção de políticas fiscais contracionistas, ou, ainda, da “simples” contenção do multiplicador bancário, com suas repercussões, mais uma vez, sobre os juros.

Assim, uma vez que a solução por meio do *currency board*“(...) é um meio — embora um meio tecnicamente imperfeito — de abrir mão de políticas monetárias independentes e reconhecer a vassalagem”(Tobin, 1998, p.15), por que não simplesmente abrir mão da moeda nacional (ainda que sem independência nenhuma, como nos *currency boards*, pois com estes a moeda está completamente atrelada a uma moeda conversível) e adotar a própria moeda conversível como meio circulante e em todas as suas outras funções, em um determinado país com problemas recorrentes de instabilidade monetária e econômica? Isto porque, na realidade, a utilização de um *currency board* parece um meio um pouco envergonhado de adoção de uma moeda estrangeira, sem usufruir dos eventuais benefícios que essa “vassalagem” pode trazer para o país que a ela se submete. Assim, a utilização pura e simples de uma moeda-reserva poderia facilitar o manejo das políticas monetárias, ao mesmo tempo em que se diminuiria a instabilidade em conseqüência da desconfiança com relação à existência de reservas suficientes como “lastro” à moeda nacional, uma vez que esta desapareceria, não se necessitando mais de uma moeda intermediária e, portanto, pressionando para a eliminação dos *spreads* até então vigentes entre a moeda doméstica e a moeda forte (Hanke, 1999).

Entretanto grande parte dos problemas decorrentes da opção pelo uso integral de uma moeda estrangeira são os mesmos daqueles existentes quando de sua utilização parcial apenas como lastro nos esquemas de *currency boards*:

²⁹ Por exemplo, ampliando suas possibilidades de atuação como prestador de última instância, como ocorreu na Argentina, na sequência da crise mexicana de 1994. Deve-se notar, ainda, que aquele país também teve que receber ajuda financeira oficial dos EUA para manter a confiança na paridade estabelecida entre a moeda nacional e o dólar (Fanelli, Rozada, 1998, p.2-3).

também, nesses casos, podem ocorrer grandes saídas de reservas como resposta a crises cambiais nacionais ou internacionais, com os Bancos Centrais igualmente necessitando aumentar as taxas de juros, em muitos casos, para níveis estratosféricos, a fim de manter essas reservas no país em questão. A escassez de moeda e a elevação dos juros resultantes podem igualmente atingir grandes magnitudes, impondo severos obstáculos ao crescimento ou mesmo à manutenção do nível de atividades. Essas restrições podem ser de tal ordem que podem emergir alguns substitutos imperfeitos ao dinheiro (Tobin, 1998, p.13), sobretudo em suas funções de meio de pagamento, mas não em quantidade e com qualidade suficiente para efetuar com perfeição todas as funções do dinheiro (Keynes, 1991; Davidson, 1978), livrando a economia de uma crise. Como consequência, pode-se mostrar inevitável o reaparecimento de uma moeda nacional, devido às pressões e à necessidade de retomada do controle nacional sobre a política monetária (Eichengreen, 1998, p.26-29).

É claro que consequências semelhantes podem advir, assim como para o caso da moeda conversível, se o nível de atividade econômica do país que está utilizando moeda estrangeira aumentar muito, além da ampliação das reservas internacionais em um montante suficiente para fazer frente às necessidades de circulação e de reservas. E, mais uma vez, em um tal caso, seria necessária a redução do nível de atividades por meio do aumento das taxas de juros (por exemplo, via aumento dos encaixes bancários) e/ou da adoção de políticas fiscais contracionistas.

Outro tipo de problema, como importantes economistas e representantes dos países emissores de moeda conversível (Tobin, 1998, p.15; Aith, 1999) não cansam de ressaltar, é que esses países, quando da execução de suas políticas monetárias, não levariam em conta os interesses dos países que adotassem vicariamente suas moedas. Estes últimos igualmente deixariam de obter o pouco de ganhos de senhoriagem que mesmo um mecanismo como a caixa de conversão permite, ainda que em níveis limitados, dadas as restrições a emitir moeda sem um respaldo em divisas (Fanelli, Rozada, 1998, p.4-5). Ao mesmo tempo, ainda que um país decida utilizar uma moeda emitida por outro, os pagamentos internacionais efetuados em cheques, ordens de pagamento, etc., **em moeda forte**, por parte dos residentes no primeiro, podem ser submetidos a uma taxa de desconto, em razão da desconfiança quanto à solvência de seus bancos e empresas nacionais (Tobin, 1998, p.15).³⁰

³⁰ Contudo tal desconfiança pode ser mitigada com a disseminação de informações a respeito dessas empresas e desses bancos e com o crescimento das transações com eles efetuadas e, também, com as progressivas facilidades representadas pelos meios de comunicação, cada vez mais aperfeiçoados, capazes de fornecer dados a respeito de um cliente ou de um devedor em tempo real.

A abdicação de uma moeda nacional também se configura como um empecilho para o ajuste entre os preços relativos dos bens em países diferentes, o que pode ser feito com alguma facilidade por meio de apreciações e/ou depreciações das moedas (Tobin, 1998, p.3, 6; Krugman, 1999, p.6; Mishkin, 1999, p.5-6). No entanto, vários obstáculos podem ser interpostos rumo a essa potencial flexibilidade das paridades cambiais, como a determinação de uma certa taxa de câmbio ou de certos parâmetros ou bandas ou paridades ajustáveis (*adjustable pegs*), fazendo com que uma política econômica perdesse credibilidade ao não sustentar tal paridade, pré-fixada, em muitos casos, como se viu de forma equivocada.³¹ Esses expedientes de política econômica são responsáveis por excessivos desgastes em termos de reservas, sobre elevações das taxas de juros — com suas repercussões sobre as finanças públicas e sobre o nível de atividades econômicas —, a fim de tentar manter as paridades nos níveis pré-fixados, o que, normalmente, não é conseguido, inclusive em decorrência dos impactos desses juros excessivamente elevados sobre as expectativas quanto à paridade futura das moedas.³²

³¹ “De fato, uma mudança discreta em uma paridade oficial é muito mais traumática. É uma perda de reputação e um golpe ao orgulho. É uma decisão administrativa, quer dizer, uma decisão de política econômica e de política [*of policy and politics*]. Necessariamente requer governantes responsáveis — ministros da economia, primeiro-ministros, presidentes de Bancos Centrais — para voltarem atrás nas suas palavras solenes. Além do mais, eles, ou seus sucessores, têm a não invejável tarefa de escolher uma nova taxa em um clima envenenado pelo descrédito, obscurecido pelas incertezas com relação aos fundamentos econômicos e dominado por uma psicologia imprevisível. É fácil tomar a pior escolha, prolongando e agravando a crise. Por todas estas razões, há uma grande tentação a permanecer com uma paridade sobrevalorizada por tempo demais.” (Tobin, 1998, p.8).

³² Ver Tobin (1998, p.8-12) e Mishkin (1999, p.5-6). E ainda que o seja, os resultados de uma tal firmeza na defesa de uma taxa de câmbio preestabelecida podem ser extremamente custosos para um país. No ataque especulativo contra várias moedas européias, em setembro de 1992, somente a França estava disposta a defender o franco até as últimas consequências, enquanto as outras moedas foram desvalorizadas frente ao marco. A França arcou com elevados custos para manter essa paridade, sob a forma de taxas de crescimento econômico bem menores, após 1992, do que a dos outros países europeus que permitiram, enfim, que suas moedas depreciassem. Os custos conjuntos em termos de reservas para os governos da Grã-Bretanha, da França, da Itália, da Espanha e da Suécia foram de cerca de US\$ 100 bilhões, a serem somados os US\$ 50 bilhões despendidos somente pelo Bundesbank, na tentativa de auxiliar os vários parceiros europeus na defesa de suas paridades, com estimativas de perdas entre US\$ 4 bilhões e US\$ 6 bilhões nesse processo de intervenção, a serem pagos pelo conjunto dos Tesouros (Mishkin, 1999, p.5-6). Há estimativas de que, se as taxas de juros no Brasil, em 1998, tivessem se reduzido para os níveis da Argentina, o déficit público brasileiro cairia de 7% para 3,2% do PIB (Eichengreen, 1998, p.26n).

Existe também um outro conjunto de propostas que defende que alguns países em desenvolvimento renunciem às suas respectivas moedas nacionais em favor de moedas internacionais (regionais) emitidas por um conjunto deles, por exemplo, interligados mais fortemente em uma área de comércio e/ou de acordos econômicos e/ou políticos privilegiados. Entre os interesses, estão os referentes ao progressivo comércio internacional entre os países participantes de uma determinada área de comércio, o qual receberia impulsos para aumentar, no caso de uma moeda única, entre os países participantes; e evitar a oposição política de agentes atingidos desfavoravelmente por repentinos crescimentos das importações resultantes de súbitas sobreapreciações de suas moedas nacionais (Eichengreen, 1998, p.4-10, 19-23).³³ No entanto, entre os riscos de uma moeda única regional, estão a necessidade de convergir os interesses díspares dos vários países para políticas monetárias e econômicas comuns, de forma a de fato constituírem uma “área monetária ótima” (Frankel, Rose, 1996).³⁴ Isto pode se mostrar difícil, por exemplo, a partir de pautas de exportação e de níveis de industrialização diferenciados, os quais requerem reações diversas das taxas de câmbio frente a variações dos preços internos e externos, dos preços das *commodities* e dos produtos industrializados mais elaborados, da competitividade nos vários setores, etc. (Eichengreen, 1998, p.7-11, 33). A questão é que o próprio processo de convergência econômica entre os países proponentes da adoção de uma moeda única pode ser atingido quando esta for implantada, isto é, o grau de integração necessário para a formação de uma área monetária ótima pode ser alcançado apenas *ex post*, mesmo quando não se cumprem as condições necessárias *ex ante*. Nesse sentido, existe a possibilidade de os primeiros anos da implantação de um bloco monetário se mostrarem bastante custosos em termos de perdas de produto e de emprego diante de choques externos (Frankel, Rose, 1996).

³³ Tal tipo de proposta surge entre os países do Mercosul, igualmente como consequência de toda uma série de interesses, ou de questões irresolvidas. Entre essas questões, encontra-se a sobrevalorização do peso argentino, a qual poderia ser solucionada por uma moeda regional, livrando aquele país da armadilha imposta pelo *currency board* sem se submeter à depreciação de sua moeda nacional, apenas — daí para a frente — à da moeda regional. Note-se que, quando essa proposta foi inicialmente efetuada, uma moeda regional era vista igualmente como saída para um real sobreapreciado, ou seja, como solução simultânea para a sobreapreciação das duas principais moedas desse acordo (Eichengreen, 1998, p.4,25-26).

³⁴ Uma área ótima de moeda pode ser definida como “(...) uma região que nem é tão pequena e aberta que seria melhor atrelar suas moedas com a de um vizinho, nem tão ampla que seria melhor separá-la em sub-regiões com diferentes moedas”(Frankel, Rose, 1996, p.14).

É preciso, igualmente, mencionar os benefícios de se recorrer a uma moeda estrangeira como moeda nacional, seja em sua forma “pura”, seja sob um mecanismo de caixa de conversão. Entre eles está a redução da incerteza quanto ao nível da taxa de câmbio futura (completa, no caso da extinção da moeda doméstica), assim como das medidas monetárias e fiscais que, porventura, seriam necessárias para contrabalançar modificações nessa taxa e das taxas de inflação, pelo menos enquanto esse mecanismo se mostrar viável ao mercado (Fanelli, Rozada, 1998, esp. p.16-17). Ao mesmo tempo, a redução da inflação que pode suceder a uma tal opção diminui a dispersão entre os vários preços da economia. No caso específico dos regimes de conversibilidade, isto se dá, sobretudo, quando se utiliza esse regime de câmbio como âncora nominal, principalmente ao sobreapreciar o câmbio, o que gera uma tendência de baixa nos preços dos importados, em termos de moeda nacional.³⁵ Essa estabilidade dos preços em níveis reduzidos, juntamente com o câmbio fixado em um determinado nível, pode aumentar os ganhos de senhoriação que advêm da estabilização, principalmente sobretudo se esta tornar mais atrativa a entrada de capitais no país.³⁶

6 - Considerações finais

Procurou-se, ao longo do texto, apresentar alguns aspectos relevantes, mas nem sempre considerados, para as discussões sobre política monetária. É indiscutível a existência de novos condicionantes à gestão monetária em uma economia mundial com liberalização cambial e desregulamentação dos fluxos financeiros. Como se tentou mostrar, tais condicionantes são mais fortes em economias em desenvolvimento, cujas moedas estão em permanente risco de serem desconsideradas como ativos líquidos para os gestores de carteiras plurimonetárias. A esses novos condicionantes somam-se os problemas estruturais já existentes, os quais dificultam ainda mais a execução de uma política monetária coerente ao longo do tempo e compatível com objetivos outros (crescimento da renda, do emprego, etc.), além daquele de defender a moeda nacional

³⁵ Ver Fanelli e Rozada (1998, p.28-29). O mesmo ocorre quando se utiliza o câmbio como âncora nominal, sobretudo se sobreapreciado, em regimes em que o câmbio não é atrelado formalmente a nenhuma moeda estrangeira.

³⁶ Na Argentina, por exemplo, houve uma quintuplicação no coeficiente de monetização após o Plano de Conversibilidade, em março de 1991 (Fanelli, Rozada, 1998, p.34-36).

frente a ondas de desconfiança do mercado internacional. Em um tal cenário, mesmo o objetivo de dar coerência à gestão monetária pelo estabelecimento de metas inflacionárias mostra-se, *a priori*, muito prejudicado, em razão das instáveis relações entre taxa de juros, de câmbio e preços.

Porém, dada a recorrência de crises cambiais nos países em desenvolvimento nos últimos anos, ressurgem cada vez mais fortes as propostas de que estes abdicuem, parcial ou integralmente, de suas moedas nacionais. Os menos avisados acreditam que, com isto, esses países se veriam obrigados a introduzir a força as instituições garantidoras da estabilidade econômica nos países centrais. Talvez uma solução mais factível tenha sido dada por um grupo de economias de dimensões relativamente reduzidas, quando mais comparadas àquelas dos principais países desenvolvidos e mesmo em desenvolvimento. Na impossibilidade de, ao menos por enquanto, impor-se quaisquer controles eficazes ao livre movimento de capitais entre os principais países desenvolvidos (fontes desses capitais e beneficiários de seus rendimentos, daí a pressão pela manutenção dessa livre movimentação e até mesmo por mais liberdade, mas também, por vezes, prejudicados por sua instabilidade), os países em desenvolvimento — dadas as suas muito menores possibilidades de participarem de forma razoavelmente impune de tais fluxos — devem procurar administrar mais cautelosamente suas inserções nesses movimentos de capitais, sem esperar por medidas que necessitariam da colaboração dos países desenvolvidos, dado o mencionado desinteresse. Foi o que fizeram Chile, Colômbia e Taiwan, por exemplo, os quais, mesmo um pouco menos beneficiados pelos influxos iniciais, puderam, quando esses fluxos se inverteram, controlá-los de forma muito mais eficaz, mantendo muito maiores graus de liberdade com relação às suas políticas econômicas — e assim mantendo muito mais estáveis suas moedas —, visto que possuíam (e possuem) um controle muito maior sobre as operações cambiais ocorridas em seus mercados de divisas.

Bibliografia

- AITH, M. (1999). Adoção do dólar na Argentina não é levada a sério pelos EUA. **Folha de São Paulo**, 25 maio, p.4-2.
- BALL, L. (1998). **Policy rules for open economies**. Reserve Bank of Australia. Research Discussion Paper, n.9806.
- BROWNE, L. E., HELLERSTEIN, R., LITTLE, J. S. (1998). Inflation, asset markets, and economic stabilization: lessons from Asia. **New England Economic Review**, p.3-32, set./out..

- CHANG, H. J. (1994). **The political economy of industrial policy**. New York : St. Martin's.
- CHESNAIS, F. (1996). **A mundialização do capital**. São Paulo : Xamã, 1994.
- CLARIDA, R., GERTLER, M. (1997). How the Bundesbank conducts monetary policy. In: ROMER, C., ROMER, D., eds. **Reducing inflation**. Chicago : University of Chicago.
- CODDINGTON, A. (1983). **Keynesian economics**: the search for first principles. New York : Allen , Unwin.
- COSTA, F. N. (1999). **Economia monetária e financeira**: uma abordagem pluralista. São Paulo : Makron.
- COUTINHO, L., BELLUZZO, L. G. (1998). 'Financeirização' da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, n.11, p.137-50, dez.
- DAVIDSON, Paul (1978). **Money and the real world**. 2.ed. New York : John Willey , Sons, 1972.
- DAVIDSON, Paul (1980). The dual-faceted nature of the Keynesian revolution: money and money wages in unemployment and production flow prices. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.2, n.3, p.291-307.
- DEQUECH, D. (1998). **Rationality and institutions under uncertainty**. Cambridge, Engl. : University of Cambridge. Tese (PhD) - Wolfson College, University of Cambridge.
- DEQUECH, D. (1999). Expectations and confidence under uncertainty. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.21, n.3, p.415-430, spring.
- DIMAGGIO, P. J., POWELL, W. W. (1991). Introduction. In: POWELL, W. W., DIMAGGIO, P. J., eds. **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago : The University of Chicago. p.1-38.
- DOPFER, K. (1991). Toward a theory of economic institutions: synergy and path dependency. **Journal of Economic Issues**, v.25, n.2, p.535-550, jun.
- DRIFFILL, J., MIZON, G. E., ULPH, A. (1990). Costs of inflation. In: FRIEDMAN, B. M., HAHN, F. H., eds. **Handbook of monetary economics**. Amsterdam : North-Holland. v.2.

- EICHENGREEN, B. (1998). **Does mercosur need a single currency?** NBER Working Paper, n.6821.
- EISNER, R. (1994). Challenge to the natural rate doctrine. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.17, n.1, p.159-161, fall.
- ELSTER, J. (1989). Social norms and economic theory. **Journal of Economic Perspectives**, v.3, n.4, p.99-117.
- FANELLI, J. M. (1998). **Estabilidad, reforma estructural y crecimiento: reflexiones sobre el régimen de convertibilidad em la Argentina**. Universidad de Palermo/CEDES. (Serie de Documentos de Economía, n.8).
- FANELLI, J. M., ROZADA, M. G. (1998). **Convertibilidad, volatilidad y estabilidad macroeconomica en Argentina**. Buenos Aires. (Mimeo).
- FISCHER, S. (1996). Why are central banks pursuing long-run price stability?. In: **ACHIEVING price stability: a symposium sponsored by federal reserve Bank of Kansas City**. Jackson Hole.
- FRANKEL, Jeffrey, ROSE, Andrew K. (1996). **The endogeneity of the optimum currency area criteria**. Cambridge, Mass. : National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper, n.5700.
- FRIEDLAND, R., ALFORD, R. R. (1991). Bringing society back in: symbols, practices, and institutional contradictions. In: POWELL, W. W., DIMAGGIO, P. J., eds. **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago : The University of Chicago. p.232-263.
- GALASKIEWICZ, J. (1991). Making corporate actors accountable: institution-building in Minneapolis-St. Paul. In: POWELL, W. W., DIMAGGIO, P. J., eds. **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago : The University of Chicago. p.293-310.
- GOODHART, C. (1995). Dinâmicas financeiras privadas e o desafio às políticas dos bancos centrais. **Economia e Sociedade**, n.4, p.27-52, jun.
- GRABBE, J. O. (1996). **International financial markets**. New Jersey : Prentice-Hall.
- HALL, P. A. (1986). **Governing the economy: the politics of state intervention in Britain and France**. Oxford : Oxford University.
- HANKE, S. (1999). Three cheers for dolarization. **Euromoney**, mar.

- HARVEY, J. T. (1996). Orthodox approaches to exchange rate determination: a survey. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.18, n.4, p.567-583, summer.
- HELLEINER, E. (1996). **States and the reemergence of global finance**. Ithaca : Cornell University.
- HICKS, J. (1967). **Critical in monetary theory**. Londres : Oxford University.
- JEPPERSON, R. L. (1991). Institutions, institutional effects, and institutionalism. In: POWELL, W. W., DIMAGGIO, P. J., eds. **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago : The University of Chicago. p.143-163.
- JOHNSON, B. (1988). An institutional approach to the small-country problem. In FREEMAN, C., LUNDVALL, B., eds. **Small countries facing the technological revolution**. London : Pinter. p.279-297.
- JOHNSON, B. (1992). Institutional learning. In LUNDVALL, B. Å., ed. **National systems of innovation: towards a theory of innovation and interactive learning**. London : Pinter. p.23-44.
- JOHNSON, C. (1992). **MITI and the japanese miracle**. Stanford : Stanford University, 1982.
- KEYNES, J. M. (1923). **A tract on monetary reform**. London : MacMillan.
- KEYNES, J. M. (1980). **Activities 1940-1946: shaping the post-war world — employment and commodities**. London : Macmillan. Collected Writings of John Maynard Keynes, v.27.
- KEYNES, J. M. (1984). A teoria geral do emprego. In SZMRECSÁNYI, T., org. **John Maynard Keynes: economia**. 2.ed. São Paulo : Ática, 1937. p.167-179.
- KEYNES, J. M. (1991). **The general theory of employment, interest and money**. San Diego : Harvest Harcourt, 1936.
- KREGEL, J. A. (1985). Budget deficits, stabilisation policy and liquidity preference: Keynes's post-war policy proposals. In: VICARELLI, F., ed. **Keynes's relevance today**. London : Macmillan, 1983.
- KRUGMAN, P. R. (1999). Monomoney mania: why fewer currencies aren't necessarily better. **Slate**, 15 apr. Disponível em: <<http://www.slate.com/Dismal/99-04-15/Dismal.asp>>.

- LESSA, C. (1978). **A estratégia do desenvolvimento, 1974/76: sonho e fracasso.** Rio de Janeiro : UFRJ. Tese (Professor Titular) - Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- LESSA, C. (1983). **Quinze anos de política econômica.** 4.ed. São Paulo : Brasiliense, 1964.
- LOPES, F. L. (1997). **The transmission mechanism of monetary policy in a stabilizing economy: notes on the case of brazil.** Basle. (Mimeo).
- LUNDVALL, B. Å. (1992). Introduction. In —, ed. **National systems of innovation: towards a theory of innovation and interactive learning.** London : Pinter.. p.1-19.
- MINSKY, H. P., WHALEN, C. J. (1996-1997). Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.19, n.2, p.155-170, winter.
- MISHKIN, F. S. (1999). **International experiences with different monetary policy regimes.** NBER Working Paper, n.7044.
- NORTH, D. C. (1991). Institutions. **Journal of Economic Perspectives**, v.5, n.1, p 97-112, winter.
- NORTH, D. C. (1992). **Institutions, institutional change and economic performance.** Cambridge : Cambridge University 1990.
- OBSTFELD, M. (1998). **The global capital market: benefactor or menace?** NBER Working Papers n.6559.
- RUTHERFORD, M. (1983). J. R. Commons's institutional economics. **Journal of Economic Issues**, v.17, n.3, p.721-744, sept.
- SETTERFIELD, M. (1993). A model of institutional hysteresis. **Journal of Economic Issues**, v.27, p.755-774.
- SIMON, H. A. (1991). Organizations and markets. **Journal of Economic Perspectives**, v.5, n.2, p.25-44.
- STRACHMAN, E. (1999). As instituições. **Economia em Revista**, Maringá : Universidade Estadual de Maringá (no prelo).
- SVENSSON, L. E. O. (1998). **Open-economy inflation targeting.** Institute for International Economics Studies. Seminar Papers, n.638.

- TAVARES, M. C. (1981). Problemas de industrialización avanzada en capitalismos tardíos y periféricos. **Economía de América Latina**, México : CIDE, n.6.
- TAYLOR, J. B. (1994). The inflation/output variability trade-off revisited. In: FUHRER, J. C., ed. **Goals, guidelines, and constraints facing monetary policymakers**. Boston : Federal Reserve Bank of Boston.
- TAYLOR, J. B. (1998). **An historical analysis of monetary policy rules**. NBER Working Papers, n.6768.
- TOBIN, James (1998). **Financial globalization**: can national currencies survive?. Washington, DC. : World Bank. Discussion Paper for the annual World Bank conference on development economics.
- TOOL, M. R. (1990). An institutionalist view of the evolution of economic systems. In: DOPFER, K., RAIBLE, K., eds. **The evolution of economic system**: essays in honour of ota sik. London : Macmillan. p.165-174.
- TORRES, M. J. R. (1999). Operacionalidade da política monetária e formação da taxa de juros. In: COSTA, F. N., org. **Economia monetária e financeira**: uma abordagem pluralista. São Paulo : Makron.
- VASCONCELOS, M. R. (1998). **Instabilidade e especulação em mercados cambiais**. Campinas : UNICAMP. Tese (Doutorado) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.
- VASCONCELOS, M. R., STRACHMAN, E. (1997). Os riscos de crise cambial no Brasil. **Gazeta Mercantil**, p.A-3, 15 jul.
- VASCONCELOS, M. R., STRACHMAN, E. (1998). Determinantes da taxa de câmbio e seus impactos sobre a estrutura e a competitividade industrial dos países. **Leituras de Economia Política**, UNICAMP, n.6, p.67-99.
- VASCONCELOS, M. R., STRACHMAN, E. (1999). Overshooting: uma análise crítica. **BIL - Brazil Investment Link**. Site da Câmara de Comércio Brasil-Estados Unidos de São Paulo, São Paulo, 18 fev. Disponível em : <[http://www7.amcham.com.br/Amcham/amcbil.nsf/\\$help?OpenHelp](http://www7.amcham.com.br/Amcham/amcbil.nsf/$help?OpenHelp)>.
- VEBLÉN, T. B. (1985). **A teoria da classe ociosa**: um estudo econômico das instituições. 2.ed. São Paulo : Abril Cultural, 1899. Os Pensadores.
- WILLIAMSON, J. (1999). Crawling bands or monitoring bands: how to manage exchange rates in a world of capital mobility. **International Economics Policy Briefs**, Institute For International Economics.

- WILLIAMSON, J., MAHAR, M. (1998). A survey of financial liberalization. **Essays in International Finance**, Princeton University, n.211.
- WILLIAMSON, O. E. (1979). Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. **The Journal of Law and Economics**, v.22, n.2, p.233-261, oct.
- WRAY, L. R. (1998). **Is keynesianism institutionalist?** An irreverent overview of the history of money from the beginning of the beginning to the present. The Jerome Levy Economics Institute. (Working Paper n.257).
- ZYSMAN, J. (1978). The French state in the international economy. In: KATZENSTEIN, P. J., ed. **Between power and plenty**. Madison : The University of Wisconsin. p.255-293.
- ZYSMAN, J. (1983). **Governments, markets and growth**. Ithaca : Cornell University.
- ZYSMAN, J. (1994). How institutions create historically rooted trajectories of growth. **Industrial and Corporate Change**, v.3, n.1, p.243-283.

Abstract

The paper shows the difficulties that the increasing international mobility of capitals set to the execution of monetary policy in the development countries. We defend the perspective that in a modern capitalist economy money should be viewed as an institution. Therefrom, it is first necessary to comprehend what are institutions (being money one of them) in order to understand the institutional and theoretical prerequisites to monetary policies and monetary stability. In this discussion, we emphasize the challenges that the monetary and financial opening of many national markets establish for the realization of economic policies. In this sense, we also examine some of the specific institutional prerequisites to monetary stability in the development countries, because of facts as the inconvertibility of their currencies, the frequent inconsistency of their fiscal, monetary and exchange policies, etc. We try to demonstrate that those institutional difficulties are responsible for the growing appeal of proposals to a complete abandonment of some national currencies, or for the adoption of currency boards in which the policymakers relinquish to their power to decide about the liquidity level of their economies, in spite of the formal existence of their national currencies. Finally, we present some suggestions to the solution of the referred problems.