

INTEGRAÇÃO MONETÁRIA E ESTABILIDADE MONETÁRIA: OS CRITÉRIOS DE UMA ESTRUTURAÇÃO MONETÁRIA (*)

*Emil Claassen (**)*

Artigo revisto e que foi apresentado à conferência sobre Novas Contribuições Económicas para o Estudo de Integração Internacional: Aplicações de Análise Económica na Tomada de Decisões Políticas. Florença, Instituto Universitário Europeu, 31 de Maio-2 de Junho de 1979.

A questão fundamental deste artigo diz respeito à organização óptima da estrutura monetária. Saber se esta organização se aplica a um país, a vários países ou à economia mundial é um dos principais problemas discutidos no presente artigo. Um sistema monopolístico regulado de criação de moeda será defendido ao longo das linhas em que se discute o monopólio natural (secção II), podendo envolver a integração monetária de regiões e países (secção III). Um sistema concorrencial de criação de moeda pode ser colocado em termos de uma mais elevada estabilidade monetária, o que, contudo, se alcançaria à custa de uma menor integração monetária (secção IV). A discussão acerca de taxas de câmbio fixas *versus* taxas de câmbio flexíveis e acerca da dimensão das zonas monetárias gira essencialmente em torno destes dois, aparentemente opostos, objectivos monetários (secção V). O nosso artigo começa com a interpretação destes dois objectivos monetários: integração monetária e estabilidade monetária (secção I).

I — Os objectivos fundamentais de uma estruturação monetária

Toda a estruturação monetária tem (ou deve ter) dois objectivos: integração monetária e estabilidade monetária. Infelizmente, pode não ser possível atingi-los simultaneamente, pois que eles são, durante certos (longos) períodos, incompatíveis um com o outro.

Assim, por exemplo, uma maior estabilidade monetária pode ser atingida pela introdução de uma taxa de câmbio flexível, o que implica um menor grau de integração monetária; vice-versa, um maior grau de integração monetária conseguido através de uma taxa de câmbio fixa ou por via da

(*) Tradução de Francisco Cercas, Assistente de Moeda e Crédito do Instituto Superior de Economia.

(**) Professor da Universidade de Paris IX — Dauphine e especialista em questões monetárias internacionais.

formação de uma zona monetária envolve um mais baixo nível de estabilidade monetária. Note-se que esta possibilidade de uma relação de *trade off* deve ser vista numa perspectiva de longo prazo (ou numa retrospectiva histórica). Consequentemente, todo o debate neste artigo está baseado em termos de décadas (ou até séculos).

Aplicado à cena monetária europeia, ele pode explicar as diferentes fases de altos e baixos graus da integração monetária europeia, no passado e, provavelmente, também no futuro.

Começemos por especificar o que se pode entender por integração monetária.

Como veremos, existem muitos e diferentes graus de integração monetária e diferentes interpretações de estabilidade monetária.

Diferentes graus de integração monetária

O mais elevado grau implica a existência de uma única moeda na economia mundial. O outro extremo, representando o mais baixo grau de integração monetária, é mais difícil de definir. Poderia ser um mundo de n países com n moedas relacionadas entre si por taxas de câmbio flexíveis.

Num tal caso, um mundo com n moedas com taxas de câmbio fixas estaria muito próximo do hipotético mundo com uma só moeda, pelo que regimes de taxas de câmbio fixas e regimes de taxas de câmbio flexíveis reflectem diferentes graus de integração monetária: quanto mais baixo é o grau de flexibilidade do sistema de taxas de câmbio, mais elevado é o grau de integração da economia mundial.

Contudo, pode também imaginar-se um ainda mais baixo grau de integração monetária, supondo que existem mais de n moedas num sistema de taxas de câmbio flexíveis. Assim, por exemplo, cada região de um país pode ter várias moedas, que podem circular simultaneamente com as moedas de outras regiões e até de outros países. Nesta situação, ter-se-ia alcançado o mais baixo grau de integração monetária (¹).

O número de diferentes moedas e o grau de flexibilidade das suas taxas de câmbio foram escolhidos como critério para distinguir os vários graus de integração monetária.

Se tomarmos o número de produtores como escala de classificação para o grau de concorrência na economia (supondo que o lado da procura é atomístico), o mais elevado grau de integração monetária implicaria um sistema monetário monopolístico e um baixo grau de integração monetária envolveria um sistema monetário oligopolístico ou concorrencial.

(¹) Na realidade, a integração monetária de grau zero seria uma economia de troca directa. Sob este aspecto pode conceber-se uma economia mundial com moedas, tendo $n(n-1)$ taxas de câmbio flexíveis, como estando na vizinhança de uma economia de troca directa no que diz respeito às trocas internacionais.

Diferentes interpretações de estabilidade monetária

À primeira vista, estabilidade monetária não deveria causar quaisquer problemas de definição, porque pode ser especificada por um nível geral de preços constante (muito embora este possa trazer dificuldades estatísticas para uma boa definição de índice de preços). Deste modo, um índice de preços variável, para acima e para baixo, representaria instabilidade monetária, e casos especiais desta instabilidade seriam a inflação e a deflação.

É sabido da teoria que a inflação é inofensiva para a economia, desde que seja correctamente antecipada: sob esta condição, as variáveis reais da economia inflacionária são idênticas às de uma economia com um nível de preços constante, excepto o nível de encaixes monetários reais, que sofrerá uma redução; contudo, esta redução pode ser evitada pelo pagamento, aos encaixes retidos, de uma taxa de juro comparável com a taxa de inflação. Pelo que o objectivo de estabilidade monetária, em termos de um nível de preços constante, não se traduzirá na realidade em maiores vantagens para a economia do que o regime inflacionário no qual a moeda rende uma taxa de juro da mesma dimensão da taxa da inflação. O caso da absoluta superioridade de um nível de preços constante apenas se verifica na hipótese da existência de erradas expectativas inflacionárias. Contudo, mesmo a estabilidade monetária em termos de um nível de preços constante não envolve necessariamente expectativas correctas, no que diz respeito ao futuro nível de preços, porque nunca se sabe exactamente qual será o nível de preços no futuro.

Quando, por razões de melhores (i. e., mais correctas) expectativas, escolhermos um nível de preços constante como indicador de estabilidade monetária, não é de todo evidente que a deflação não seja a primeira melhor solução para alcançar a estabilidade monetária, porque a deflação pode também produzir a quantidade óptima da moeda. Mas temos de (ou devemos) distinguir entre o objectivo *estabilidade monetária* e o objectivo *quantidade óptima de moeda*. Poder-se-ia argumentar que a estruturação monetária deveria perseguir três objectivos: a maior integração monetária (uma moeda mundial), a maior estabilidade monetária (um nível de preços constante) e a quantidade óptima de moeda (o pagamento à moeda de uma taxa de juro igual à taxa de juro real do mercado).

Contudo, a nossa atenção concentra-se mais nos dois primeiros objectivos, uma vez que a quantidade óptima de moeda pode sempre ser alcançada qualquer que seja o actual grau de integração e de estabilidade monetárias.

II — Constituirá a produção de moeda um monopólio natural?

Numa situação de monopólio *natural*, as economias de escala são tão importantes que uma empresa pode sempre produzir mais barato do que (e assim afastar) um grande número de empresas. Serviços públicos como electricidade, telefone e gás são normalmente referidos como pertencentes a esta categoria.

A política económica tradicional, no que se refere ao monopólio natural, tem sido de manter a grande empresa única, mas impedir a exploração monopolista através de regulamentação.

Constituirá a produção de moeda um monopólio natural? A resposta será afirmativa se se poder provar que:

- i) Existem custos de produção da moeda;
- ii) Os custos médios de produção são decrescentes com o aumento da produção final.

No que diz respeito à existência de custos de produção da moeda, deve distinguir-se entre o custo de produzir a quantidade de moeda e o custo de produzir serviços monetários que estão associados com a quantidade de moeda. Os custos de produzir a quantidade de moeda podem ser extremamente baixos; no caso da moeda de papel produzida por um banco central, referem-se ao custo envolvido no uso de uma máquina impressora (e custos com contabilidade) mais os trabalhadores (funcionários) que trabalham com a máquina, vendem a moeda e administram a circulação monetária; os custos de produção dos depósitos à ordem dos bancos secundários implicam mais custos com contabilidade, mas são essencialmente da mesma natureza que os primeiros. Na medida em que estes custos são principalmente custos fixos e que o custo médio de produção decresce com o aumento da quantidade de moeda, um (potencial e efectivo) monopólio natural pode aparecer, operando numa certa região; esta região pode coincidir com as fronteiras nacionais, estender-se a uma área maior ou cobrir todo o mundo, dependendo do limite final das economias de escala. A regulação de um tal monopólio deve ser interpretada como tentando anular o lucro económico [i. e., os *seigniorage gain* (*), os quais ultrapassam o lucro normal necessário para atrair e reter os recursos empregues na indústria monetária], com vista a alcançar a quantidade óptima de moeda.

Contudo, esta visão é demasiado simples porque negligencia o aspecto qualitativo do produto moeda, i. e., os seus serviços monetários. Existem custos para produzir uma certa *quantidade* de moeda e existem *outros* custos para produzir uma certa *qualidade* de moeda, entendendo-se por qualidade a maior ou menor aptidão que o produto moeda tem de servir como moeda.

(*) No original. Lucro obtido pelo governo pela cunhagem de moedas com um valor facial superior ao seu valor intrínseco.

O termo teve origem na Idade Média, onde significava a parte que o senhor feudal cobrava das barras de ouro (ou prata) que lhe eram enviadas para cunhar e que se destinavam não só a pagar as despesas de cunhagem como a dar um certo lucro ao senhor feudal. O termo é aqui aplicado num sentido mais lato, abrangendo não só a moeda metálica como a moeda de papel e a moeda escritural (N. do T.)

Tradicionalmente, esta maior ou menor aptidão é atribuída a duas funções da quantidade de moeda: a moeda como meio de pagamento e a moeda como reserva de valor.

III — A produção da qualidade meios de pagamento como argumento para uma estrutura monetária monopolista

A função da moeda como meio de pagamento refere-se a um intermediário nas trocas aceite *generalizadamente*. A aceitabilidade geral pode diferir segundo áreas e tipos de transacção. O último caso diz respeito à questão *técnica*, segundo a qual diferentes espécies da mesma unidade monetária (moeda metálica, notas e depósitos à ordem) não são completamente substituíveis, de tal forma que, em muitos casos, cada espécie pode ser utilizada mais facilmente para certos tipos de pagamentos. Contudo, o verdadeiro problema económico relaciona-se com a área de circulação da moeda. Se há muitas moedas no interior de uma área, por exemplo no interior da maior de todas, que é a economia mundial, o número óptimo de moedas será uma única moeda, e isto pelas seguintes razões:

1 — Como Swoboda (1968) mostrou, a percentagem de encaixes detidos para transacções será tanto mais importante quanto maior for o número de moedas. Este resultado é baseado na suposição de que certos pagamentos (por exemplo, pagamentos intranacionais) podem apenas ser efectuados numa única moeda, e outros tipos de pagamentos (por exemplo, pagamentos internacionais), noutra moeda ⁽²⁾.

(2) A fórmula de Baumol-Tobin para a procura de moeda (M) por motivo de transacções é:

$$M = \sqrt{\frac{tT}{2r}} \quad (1)$$

onde T é o valor real das transacções (pagamentos), t os custos fixos por transacção «vender títulos-comprar a moeda» e r a taxa de juro.

Suponha-se a existência de n moedas expressas pelo mesmo numerário. A procura de moeda por motivo transacção para as n moedas seria:

$$\sum_{i=1}^n M_i = n \sqrt{\frac{tT_i}{2r}} \quad (2)$$

onde T_i é o volume de transacções efectuadas na moeda i e onde se supõe t e r idênticos para todas as moedas. Suponha-se, para simplificar, que o volume de transacções efectuado em cada moeda é idêntico ($T_1 = T_2 = \dots = T_n$), tal que o volume total das transacções é $T = n T_i$.

Assim a fórmula 1 pode também escrever-se:

$$M = \sqrt{\frac{tnT_i}{2r}} \quad (1a)$$

(Esta nota continua na página seguinte.)

A necessidade de usar moedas diferentes (que é análoga à questão *técnica*, acima referida, da existência de diferentes espécies da mesma unidade monetária) pode não resultar de restrições impondo o uso exclusivo de uma determinada moeda. É igualmente concebível num mundo de produtores privados de moeda sem qualquer intervenção governamental.

2 — Custos de cálculo e custos de transacção são outros itens, os quais reduzem o número óptimo de moedas a uma única. Os custos de cálculo são minimizados quando existem taxas de câmbio fixas e quando as moedas estão na relação 1:1⁽³⁾. Neste caso, os custos de cálculo são aproximadamente zero, porque um tal sistema de taxas de câmbio fixas aproxima-se de um mundo de uma só moeda. Mas até num tal mundo existem custos de transacção devidos à conversão de uma moeda noutra, quando os pagamentos têm de ser feitos nesta outra moeda.

Um reflexo destes custos de transacção são os custos de oportunidade dos maiores encaixes médios para transacção, que os indivíduos devem deter e que já mencionámos acima.

Consequentemente, é mais elevada a qualidade monetária de um único, e universalmente aceite, meio de pagamento do que no caso da existência de várias moedas. A existência de duas moedas pode ser comparada com a existência de dois sistemas telefónicos T_1 e T_2 , na figura 1.

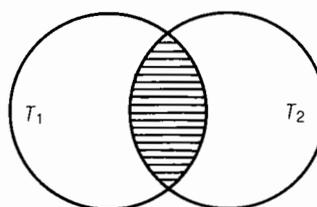


Fig. 1

(2) Continuação da página anterior.

Então os encaixes para transacções num mundo com n moedas são maiores do que os encaixes para transacção num mundo com uma única moeda, dado ser

$$\sum_{i=1}^n M_i - M = (n - \sqrt{n}) \sqrt{\frac{T_i}{2r}} \quad (2)-(1a)$$

Economizam-se encaixes para transacção à medida que decresce o número de moedas. [Cf. Swoboda (1968), pp. 39-41.]

(3) É de recordar que numa economia com m bens e n moedas, existem $m \times n$ preços monetários e $n(n-1)$ taxas de câmbio (em termos de compra e venda de moeda).

Outra condição para minimizar os custos de cálculo tem a ver com um nível de preços constantes (o que discutiremos mais tarde), porque as taxas de câmbio fixas podem levar a que cada moeda provoque tensões inflacionistas ou deflacionistas à mesma taxa.

Deve notar-se que o aspecto dos custos de cálculo diz respeito à *terceira* função da moeda, i. e., a moeda como unidade de valor; a moeda como unidade de valor deve ser separada do outro aspecto da moeda, que é a moeda vista como *quantidade* de meios de pagamento.

Na secção não tracejada da área T_1 (T_2), todos os utentes de telefones podem comunicar entre si através do sistema T_1 (T_2); a analogia monetária seria que, nesta área, a única moeda utilizada seria a do tipo T_1 (T_2). Na secção tracejada, ambos os sistemas são utilizados. Um possível (e mais custoso) tipo de organização seria que os seus habitantes possuíssem um segundo aparelho telefónico. No sentido de eliminar os *custos de cálculo*, o número telefónico de cada utente seria o mesmo em ambos os sistemas telefónicos. Assim, os custos remanescentes — os *custos de transacção* — consistem, para os habitantes da secção tracejada, em deter dois aparelhos. À primeira vista, estes custos de transacção podem não parecer consideráveis, mas duas considerações adicionais tornam-nos mais relevantes:

1 — Suponha-se que ambos os sistemas telefónicos penetram em toda a área (a superfície tracejada da figura 1 cobriria ambos os círculos). Fundir os dois sistemas num único, que, de um ponto de vista técnico, implicaria uma simples, e quase sem custos, ligação de linhas entre as duas centrais telefónicas, criaria (ou poderia criar, dependendo da função de produção) economias de escala das quais os utentes lucrariam por terem agora apenas um aparelho telefónico e por pagarem menores taxas devido aos menores custos médios. O preço mais baixo significa que o monopólio é regulado de tal forma que o preço da chamada telefónica iguale o custo médio (ou, no caso do monopólio natural de criação de moeda, que o *seigniorage gain* seja transferido para o utilizador da moeda). Se esta condição não for cumprida, pode acontecer que a primitiva estrutura oligopolística seja menos custosa para os utentes do telefone, mesmo embora no respeitante à totalidade da economia mais recursos sejam afectados à indústria dos telefones (moeda).

2 — Suponhamos que, em vez de dois sistemas telefónicos, existia um sistema concorrencial de companhias de telefone cobrindo simultaneamente toda a área.

As economias resultantes da fusão de várias companhias serão extremamente elevadas.

Por um lado, os utentes dos telefones acolherão bem uma tal monopolização por causa dos seus mais baixos custos de transacção, desde que — na ausência de uma regulação do monopólio — o preço do produto não aumente. Por outro lado, entre os produtores haverá uma tendência para a fusão da produção, tal que no final aparecerá uma estrutura oligopolística ou monopolística de produção⁽⁴⁾, que teria como resultado último uma monopolização à escala mundial, na ausência do monopólio governamental e negligenciando a segunda qualidade da moeda, que é o seu aspecto de reserva de valor.

(4) Cf. B. Geherig (1978), pp. 461-463.

No que diz respeito ao monopólio governamental de produção de moeda, não se pode dizer que a produção governamental seja melhor que a produção privada. É verdade que ambas podem levar a produção de moeda a uma situação inflacionista ou hiperinflacionista. Há na história suficientes exemplos de excesso de emissão pelos governos. Em princípio, um produtor privado de moeda pode também optar por emitir em excesso desde que — como veremos na próxima secção —, numa bem conseguida gestão da moeda, os seus lucros de curto prazo excedam os lucros de longo prazo. As razões invocadas para um controle governamental da produção de moeda são várias, mas fundamentalmente falaciosas⁽⁵⁾: por razões de políticas de estabilização (o governo pode também procurar levá-las a cabo em termos da sua própria moeda, não obstante a existência de outras formas de moeda privadas); por causa da existência de um monopólio natural (que pode ser regulado pelo governo, em vez de existir uma produção governamental monopolística); por causa do curso legal — característica da moeda governamental (mas curso legal não é condição suficiente para criar confiança monetária); por causa da existência estrutural de um banco central independente, cuja obrigação é a manutenção da estabilidade dos preços (os funcionários não são proprietários do capital do banco central e, por isso, têm menos incentivo para o conservar do que os produtores privados).

IV — A produção da qualidade reserva de valor como argumento para uma estruturação monetária concorrencial

A acima discutida qualidade da moeda como meio de pagamento generalizadamente aceite está indissociavelmente ligada à sua qualidade reserva de valor. A moeda é generalizadamente aceite como meio de pagamento quando as pessoas têm confiança nesta moeda, e esta confiança fundamenta-se basicamente na estabilidade do seu poder de compra. A confiança pertence ao domínio da informação, e a informação é baseada nas experiências passadas e nas expectativas futuras. Daqui decorre que moedas criadas de novo e moedas já existentes implicam graus de confiança completamente diferentes. Assim, por exemplo, uma moeda recentemente criada, à qual falta, por definição, qualquer dimensão histórica de (bom ou e mau) comportamento estável do seu valor, tem de ser apetrechada com recursos que criem confiança, e esses recursos podem consistir em avaliar a moeda por mercadorias, por outras moedas, por nomes respeitáveis na gestão bancária, ou várias outras técnicas. Deste modo, o produtor de moeda tem custos na venda (e não só na produção) da moeda que são equivalentes a custos de investimento para construir um *brand-name capital* (*), como Klein (1974) lhes chamou e que asseguram um certo grau de confiança monetária.

⁽⁵⁾ Klein (1974), pp. 446-451.

(*) No original. Significa marca de qualidade, garantia de marca. (*N. do T.*)

Sob este aspecto, algumas experiências monetárias passadas já não constituem quebra-cabeças para a teoria monetária. Por um lado, se se olhar para o padrão-ouro, o ouro não era necessariamente uma moeda dispendiosa para a economia, em comparação com a moeda de papel, porque o custo da construção de um *brand-name capital* em termos de conteúdos de ouro da moeda podia ser considerado, naquele tempo, mais baixo do que o custo do investimento para criar a confiança associada à moeda de papel⁽⁶⁾. Por outro lado, se se olhar para a hiperinflação alemã (e outras), o marco alemão continuava a ser largamente utilizado como meio de pagamento, muito embora houvesse uma certa quantidade de moedas não autorizadas, emitidas pelas municipalidades e organizações privadas, mas com a mesma designação da hiperinflacionada unidade monetária, e houvesse também moedas estrangeiras parcialmente utilizadas, que circulavam internamente em regime de taxas de câmbio flexíveis; em consequência, os custos de mudar para uma nova moeda (moeda estrangeira, por exemplo) eram demasiado elevados em termos de custos de informação-transacção, de tal modo que só uma reforma monetária (como meio de restabelecer a confiança) poderia induzir a uma tal mudança.

Um método pelo qual o produtor de moeda investe na criação de confiança é através de uma bem sucedida gestão da oferta de moeda, garantindo a estabilidade de preços. O que, de qualquer modo, acontece, quando ele produz num sistema de emissão privada e concorrencial de moedas. Será que um tal sistema assegura a estabilidade de preços?

Na antiga *literatura*, a estruturação monopolística da criação de moeda (base monetária) pelo governo é defendida com o argumento de ser condição necessária para a estabilidade de preços⁽⁷⁾.

«Não faz o menor sentido entregar a criação de moeda à livre concorrência do sector privado [. . .] Já que, em princípio, qualquer quantidade de moeda pode comprar a totalidade dos bens, contanto que os preços sejam ajustados, o desejo de possuir a maior quantidade de moeda possível não faz o menor sentido. Uma maior quantidade de moeda conduz apenas a um mais elevado nível de preços [. . .] A criação de moeda pertence à actividade do governo». [Lutz (1936), pp. 4-5.]

«Desde que a moeda fiduciária tenha um valor de mercado superior aos seus custos de produção — que em condições favoráveis podem quase

⁽⁶⁾ «Uma razoável explicação de por que é que a moeda de crédito não substituiu mais cedo a moeda-mercadoria talvez não tenha sido porque ninguém se lembrou da ideia de moeda de crédito, mas talvez tenha sido porque a moeda-mercadoria era, na altura, a maneira mais barata de produzir confiança; i.e., um movimento forçado da moeda-mercadoria para a moeda fiduciária teria implicado uma poupança social negativa.» [Klein (1974), p. 435.]

⁽⁷⁾ As citações seguintes podem encontrar-se em Vanbel (1978), pp. 59-61.

resumir-se ao custo do papel onde é impressa —, todo o emissor individual tem um incentivo para emitir quantidades adicionais. Uma moeda fiduciária provavelmente tenderia, através de uma emissão cada vez mais elevada, a transformar-se numa moeda-mercadoria — literalmente num padrão-papel —, não havendo equilíbrio estável do nível do preço, excepto àquele ao qual o valor monetário de moeda não é maior do que o valor do papel. E, tendo em vista o negligenciável custo de acrescentar zeros, não é claro que exista um nível de preços finito para este caso». [Friedman (1959), p. 7.] «A concorrência [...] não é apropriada para a determinação de quantidade de moeda legal.» [Friedman (1951), p. 211.]

«A indústria bancária destruir-se-á a si própria como produtora de moeda ao ser concorrencialmente levada a deteriorar a qualidade do produto.» [Pesek and Saving (1967), p. 129.]

«Um sistema bancário concorrencial estaria sob um constante incentivo para expandir a oferta nominal de moeda e logo iniciar a inflação [...] Estabilidade na tendência dos preços (de que a estabilidade dos preços é um caso especial) e na tendência das expectativas acerca da futura evolução dos preços — o que é geralmente aceite como importante para o bem-estar social sobre a quantidade total da moeda oferecida pelo sistema bancário.» [Johnson (1968), p. 976.]

«O controle da base monetária continua a ser da responsabilidade do governo ou de um monopólio sob protecção legal, e este monopólio deve continuar a assegurar que a sociedade recolha os benefícios de produzir moeda a baixos custos.» [Meltzer (1969), p. 35.]

Os anos setenta conheceram uma inversão radical no que diz respeito ao monopólio estatal de criação de moeda, culminando na proposta de Hayek para uma «livre escolha da moeda» (1976a) e para uma «desnacionalização da moeda» (1976b):

«A passada instabilidade da economia de mercado é a consequência da exclusão do mais importante regulador do mecanismo de mercado, a moeda, sendo ela própria regulada pelo mecanismo de mercado» [Hayek (1976b), p. 79.]

«De uma perspectiva actual, a sugestão de uma oferta sem restrições de [...] base monetária privada deve ser entendida como verdadeiramente (contra)revolucionária, e mesmo Hayek necessitou de mais de meio ano para ir da 'livre escolha da moeda' até ao caso da 'desnacionalização da moeda'.» [Vanbel (1978), pp. 57-58.]

Klein (1974) mostrou que, em geral, o caso da instabilidade dos preços em termos de um nível de preços infinito pode ocorrer quando os produtores de moeda oferecem um homogéneo e indistinguível produto-moeda (por exemplo, não colocando o seu nome nas moedas que emitem) — uma situação que, além disso, implica taxas de câmbio fixas entre os vários produtos-moeda. Num tal caso, todo o produtor pode emitir em excesso uma moeda que não se distingue das outras moedas, de tal modo que a concorrência levaria a um nível de preços infinito. O pagamento de um juro

concorrencial sobre a moeda não evitaria o excesso de emissão, porque a taxa de juro sobre a moeda seria simplesmente aumentada pela taxa de inflação (mesmo supondo expectativas correctas) qualquer que fosse o nível desta última. Este caso especial estava provavelmente na mente dos autores mencionados acima, que preconizam uma regulação da oferta de moeda pelo governo.

Se cada produtor for obrigado a imprimir o seu nome no produto-moeda, a falsificação por excesso de emissão tranforma-se num caso menos relevante. Agora os produtos-moeda (que dão juros) diferenciam-se uns dos outros — uma situação que envolve taxas de câmbio flexíveis (a menos que exista uma moeda dominante emitida pelo governo ou entidade privada, i. e., base monetária, na qual as outras moedas sejam convertíveis).

Um produtor isolado pode realizar lucros via excesso de emissão na justa medida em que parte da taxa de inflação, em termos da moeda em causa, não seja antecipada. Este excesso de emissão implica um desinvestimento no *brand-name capital* do produtor de moeda — a confiança nessa moeda decairá em relação às outras moedas — de tal forma que o produtor será atirado para fora do mercado. Consequentemente, as decisões do produtor de moeda em relação a um excesso de emissão serão determinadas pela comparação entre o lucro de curto prazo da sobreprodução e o lucro de longo prazo conseguido pela permanência no mercado.

Outra questão é saber se um tal sistema concorrencial não convergirá em direcção a um sistema monopolístico (ou oligopolístico). Por um lado, uma tal tendência reduziria os custos de cálculo e de transacção tal como os descrevemos na secção III. Por outro lado, pode haver economias de escala mesmo na produção de confiança, i. e., na produção de informação acerca do produto-moeda⁽⁸⁾. Em consequência, um sistema monetário concorrencial, mesmo embora *estável* para assegurar a estabilidade monetária, pode não produzir uma solução *estável* para continuar concorrencial, uma vez que um sistema monetário oligopolístico ou monopolístico pode emergir gradualmente.

V — Integração monetária versus estabilidade monetária

Na secção III vimos que as economias de escala na produção de meios de pagamento conduzem ao aparecimento de um monopólio natural. Na ausência da intervenção governamental que pode limitar a tendência concentracionista da indústria de produção de moeda num dado país, a concorrência entre os produtores de moeda tende para a formação de zo-

⁽⁸⁾ O padrão dólar é um exemplo de um tal sistema (e, no momento, os EUA ainda mantêm o seu estatuto de dominância monetária, a despeito das desvalorizações do dólar, graças ao seu grande *brand-name capital* acumulado do passado). [Cf. Klein (1978).]

nas monetárias e, no caso extremo, para uma única zona monetária. As condições óptimas requerem que um tal monopólio seja regulado, o que, contudo, apenas é viável quando exista um acordo internacional entre os membros da zona monetária para impor a regulação do monopólio natural (privado) ou para *supranacionalizar* o monopólio.

Será que esta integração monetária põe em perigo o objectivo de estabilidade monetária? Na secção IV demonstramos que a estabilidade dos preços pode ser garantida por um sistema concorrencial de várias moedas, o que, por definição, exclui integração monetária em termos de existência de uma única moeda. Este sistema concorrencial pode ter diferentes formas.

1 — Pode consistir na intercirculação de moedas governamentais. Esta «livre escolha da moeda» — primeira proposta de Hayek (1976a) — pode, contudo, não impedir certos governos de provocar a inflação. Com um pagamento de juro concorrencial sobre a moeda e taxas de câmbio flexíveis, aos utilizadores da moeda seria indiferente ter esta ou aquela moeda em particular. Mas a procura real de quantidade de uma qualquer moeda não é só uma função decrescente dos custos de oportunidade líquidos de detenção de moeda (taxa de juro nominal menos a taxa de juro paga à moeda), mas também uma função crescente da confiança que os indivíduos têm na moeda particular, porque os detentores de moeda estão apenas protegidos das taxas de inflação antecipadas, mas não do risco de que a taxa de inflação exceda a taxa antecipada. Na medida em que esta confiança é originada pelas realizações passadas dos produtores de moeda, a concorrência entre as moedas governamentais pode levar a uma cada vez maior selecção por parte dos utilizadores de moeda no sentido de preferirem aquela moeda que teve no passado maiores sucessos.

Um tal processo pode finalmente conduzir a uma espécie de integração monetária, como, por exemplo, à existência de uma moeda dominante em relação à qual todas as outras tenham uma relação de taxa de câmbio fixa.

2 — Um processo similar pode conceber-se quando existe uma intercirculação de emissão privada de moedas diferenciáveis (possivelmente ao mesmo tempo que a intercirculação de moedas governamentais). Com o decurso do tempo, haverá uma concentração da produção daquela moeda ou daquelas moedas que mostraram melhores resultados numa série de anos ou décadas, com o nascimento de uma ou várias moedas dominantes e, correspondentemente, uma ou várias zonas monetárias.

Daqui decorre que até a produção de serviços inerentes à função reserva de valor (ou produção de serviços inerentes à existência de confiança) está sujeita a economias de escala, de tal sorte que existe um monopólio natural na produção de serviços inerentes à função meio de pagamento e à produção de serviços inerentes à função reserva de valor,

noutros termos, que um único produtor de moeda reduz consideravelmente os custos de cálculo-transacção-informação da economia monetária. Saber se este monopólio natural deve ser nacionalizado ou *supranacionalizado* (no caso de a união monetária cobrir vários países) depende da relativa eficiência do governo *versus* sector privado, i. e., se é o agente governamental ou o privado (mas regulado) que garante os melhores resultados em termos de estabilidade monetária.

Pode-se demonstrar que as empresas privadas têm um horizonte de planeamento maior do que os governos eleitos para um período mais curto. Contanto que os produtores privados de moeda avaliem em mais elevado grau os lucros de longo prazo do que os lucros de curto prazo que lhes dizem respeito a partir da taxa de inflação devida a uma inflação inesperada, a produção de moeda deve pertencer ao sector privado⁽⁹⁾. Mas este é apenas um caso possível do comportamento do produtor privado. Por outro lado, pode imaginar-se a regulação do monopólio (privado ou governamental) em termos de *regras automáticas*. O padrão-ouro é um exemplo, mas até no padrão-ouro houve períodos de instabilidade monetária (inflação como consequência de descobertas de ouro e deflação como resultado de uma insuficiente produção de ouro). Outro exemplo seria impor uma regra monetária à *la* Friedman, mas a existência de uma tal regra não exclui a possibilidade de que, num certo momento e por determinadas razões (relevantes ou irrelevantes), a regra seja violada, com as respectivas consequências para a instabilidade monetária.

Se se olhar para a história monetária, a qual apresenta um bem fornecido *menu* de várias experiências monetárias⁽¹⁰⁾, pode realçar-se o facto de que houve vagas de integração monetária seguidas de desintegração monetária (várias moedas, taxas de câmbio flexíveis), tendo estas últimas surgido com o aumento da instabilidade monetária. A nossa tese é que não há estruturação monetária que garanta *permanentemente* o *optimum optimorum* em termos de integração monetária e estabilidade monetária (e da quantidade óptima de moeda). Os argumentos do nosso artigo mostraram que os objectivos de integração monetária e estabilidade monetária podem ser, algumas vezes, forças opostas e, outras vezes, forças convergentes.

A priori, não existe uma melhor solução para a estruturação monetária. Mas esta conclusão não significa que o monopólio governamental de produção de moeda seja superior. Esperamos que a discussão efectuada neste artigo tenha mostrado que se pode considerar um caso em que a produção privada de moeda (concorrencial ou monopolística, mas com existência de uma potencial concorrência) é superior ao monopólio governamental.

⁽⁹⁾ Vanbel (1978), p. 61.

⁽¹⁰⁾ Cf. Klein (1974), pp. 439-441, e Vanbel (1978), parte II, capítulo IV.

Contudo, esta produção privada de moeda não implica, para o futuro, o mais elevado grau de integração monetária e o mais elevado grau de estabilidade monetária, que são os principais objectivos de qualquer estruturação monetária.

REFERÊNCIAS

- FRIEDMAN, M. — «Commodity Reserve Currency», *Journal of Political Economy*, 1951.
— — *A Programm for Monetary Stability*, Nova Iorque, 1959.
- GEHERIG, B. — «Brauchen wir monopolistische Zentralbanken», *Wirtschaft und Recht*, n.º 4, 1978.
- HAYEK, F. A. — «Choice in Currency: A Way to stop inflation». Occasional Papers, n.º 48. Institute of Economic Affairs, Londres, Fevereiro 1976a.
— — «Denationalization of Money», Hobart Paper Special, n.º 70, Institute of Economic Affairs, Londres, Outubro de 1976b.
- JOHNSON, H. G. — «Problems of Efficiency in Monetary Management», *Journal of Political Economy*, 1968.
- KLEIN, B. — «The Competitive Supply of Money», *Journal of Money Credit and Banking*, Novembro 1974.
— — «Competing Monies, European Monetary Union and the Dollar», in M. Fratianni e T. Peters (ed.), *One Money for Europe*, Macmillan, Londres, 1978.
- LUTZ, F. A. — *Das Grundproblem der Geldverfassung*, Estugarda, 1936.
- METZGER, A. H. — «Money Intermediation and Growth», *Journal of Economic Literature*, 1969.
- PESEK, B. P., e SAVING, T. R. — *Money, Wealth and Economic Theory*, Londres, 1967.