

# Senhoriagem ou soberania?<sup>1</sup>

---

*L. Randall Wray*<sup>2</sup>

## Resumo

Este artigo contrasta o conhecido conceito de senhoriagem com o de soberania, o qual relaciona a capacidade de o Estado emitir moeda denominada na unidade por ele escolhida, sem qualquer garantia explícita de conversibilidade, a um poder fundamental diretamente associado a nações soberanas. Qualquer Estado soberano com capacidade de impor tributos estará apto a emitir moeda fiduciária, a definir exogenamente a taxa de juros básica e a financiar seus gastos na aquisição de bens e serviços mediante a criação de reservas bancárias, não sendo necessário que o Estado se endivide antes de gastar. Muitas nações optaram por não exercer esse poder soberano, escolhendo em contrapartida fixar as taxas de câmbio, emitir dívida pública denominada em moedas estrangeiras, ou adotar o regime de *currency board*. Este artigo mostrará que isso é um equívoco e argumentará que a abordagem da soberania oferece instrumentos mais adequados à compreensão da operação de sistemas monetários modernos do que a noção de senhoriagem.

**Palavras-chave:** Moeda; Soberania; Senhoriagem, Taxa cambial.

## Abstract

This paper contrasts the well known concept of seigniorage with sovereignty. The sovereignty approach links the State's ability to issue a currency denominated in the unit of account it has chosen, without any explicit guarantee that the currency will be converted to anything, to a fundamental power that is directly associated with sovereign nations. Any sovereign State that has the ability to impose tax liabilities will be able to issue a fiat money, to exogenously maintain overnight interest rates, and to deficit spend, purchasing goods and services by crediting bank reserves. It will never need to borrow before it can spend. Many nations have chosen not to exercise this sovereign power, choosing instead to fix exchange rates, to issue government debt denominated in a foreign currency, or to operate with a currency board. This paper will show why this is a mistake, and will argue that the sovereignty approach offers insights into operation of modern money systems that the notion of seigniorage cannot provide.

**Key words:** Money; Sovereignty; Seigniorage; State money; Floating exchange rate system.

**JEL** E420.

Neste trabalho procuro explorar duas visões concorrentes acerca da análise da emissão de moeda nacional. Chamarei uma de abordagem da senhoriagem, que será contrastada com a que chamarei de abordagem da soberania. Antes de prosseguir, quero dizer que não estou interessado em apresentar uma análise histórica ou etimológica desses conceitos. Inicialmente definirei os conceitos conforme estes sejam utilizados e identificarei, em seguida,

---

(1) Artigo publicado em Piégay & Rochon (2003). Tradução de Susan Pyne. Revisão técnica de Ana Rosa Ribeiro de Mendonça. A revista agradece as contribuições de Natalia Brandão Sourbeck à versão final.

(2) Universidade de Missouri, Kansas City.

as visões associadas a cada um. Argumentarei, então, que a visão que associo à soberania é mais útil para a compreensão do funcionamento de grande parte das moedas nacionais modernas. Ainda que o foco central da discussão seja o uso da moeda no âmbito doméstico, explorarei também questões associadas à “economia aberta” e às reservas cambiais.

### Senhoriagem

O conceito de senhoriagem é usualmente referenciado a uma suposta etapa anterior da evolução monetária, na qual moedas metálicas eram cunhadas pelo Estado. Cada moeda deveria conter uma quantidade de metal precioso cujo valor, como mercadoria, fosse equivalente ao valor nominal estampado na própria moeda. A Casa da Moeda estatal aceitaria ouro para a confecção de moedas, cobrando para isto uma comissão denominada taxa de senhoriagem. Contanto que essa taxa excedesse os custos da cunhagem, o Estado receberia uma renda líquida dessa operação, a renda de senhoriagem. Se, por exemplo, um minerador trouxesse à Casa da Moeda uma libra de ouro para ser cunhada, o Estado poderia cobrar uma comissão equivalente a uma onça de ouro e fornecer a tal minerador quinze moedas de uma onça cada.<sup>3</sup> Se os custos de cunhagem fossem equivalentes ao valor de meia onça de ouro, o Estado aumentaria seu poder de compra em uma quantia igual a meia onça de ouro. Em troca, o minerador teria obtido poder de compra igual a quinze onças de ouro, menos os custos de mineração.

Essa história especulativa conduz naturalmente ao que Goodhart chamou de “versão metalista” – a noção de que o valor de uma moeda depende do valor do metal a partir do qual ela é cunhada. Note-se, entretanto, que há aqui um problema a ser resolvido. De alguma forma precisamos transformar o valor relativo do ouro como mercadoria em um valor nominal. Isso significa que, mesmo se essa história especulativa fosse acurada e o valor das moedas fosse equivalente ao valor do metal contido nelas, ainda haveria espaço para o que Goodhart chama de abordagem “cartalista”<sup>4</sup> ou (como chamou Knapp) da moeda do Estado, uma vez que poderia caber ao Estado o papel de fixar o valor nominal do ouro – uma onça de ouro seria equivalente a uma certa quantidade de dólares.

O próximo passo lógico seria o Estado tentar fraudar a cunhagem, depreciando o valor real da moeda pela adulteração da quantidade de metal contido nela. Se o Estado guardasse para si cinco onças de ouro, além da onça da taxa de senhoriagem, entregando quinze moedas contendo apenas dez onças de ouro, poderia enganar o minerador. Reteria, assim, seis onças de ouro, que poderiam ser cunhadas como seis moedas metálicas, ou seja, cujo valor seria

---

(3) Uma libra equivale a 16 onças.

(4) Nota do revisor técnico: o termo provém do latim “*charta*”, e pode ser traduzido como “símbolo” ou “ficha”.

equivalente ao valor do metal nela contido, ou como um número maior de moedas depreciadas. Entretanto, os mercados logo reconheceriam as moedas depreciadas, cujo poder de compra cairia. Portanto, a depreciação levaria apenas à inflação e, no longo prazo, não aumentaria a senhoriagem. Para promover um aumento da senhoriagem no longo prazo, o Estado teria de aumentar a comissão cobrada pela cunhagem. Mas isso poderia ser limitado pela concorrência de formas alternativas de cunhagem, incluindo estrangeiras ou particulares, ou pela circulação de ouro não cunhado.

Entretanto, uma interpretação tão estrita do conceito de senhoriagem apresenta dois problemas. Primeiro, há escassa evidência histórica em seu favor, mas deixaremos isso de lado, dado não ser necessário entrar em um debate histórico. Mais importante é que, mesmo se tal sistema tenha existido em um passado distante, não é relevante para qualquer economia atual. Dessa forma, a definição do termo foi estendida ao uso de papel-moeda lastreado por reservas em metais preciosos e, ainda mais importante, ao uso de papel-moeda “fiduciário”, ou seja, não lastreado por reservas em metais preciosos. Este último caso deveria ser dividido em subclasses, a primeira tratando de moeda fiduciária em um sistema de taxa de câmbio fixa e a segunda em um sistema de câmbio flutuante.

Uma extensão típica desse conceito começa com a percepção de que os custos de transação poderiam ser reduzidos com a circulação de papel-moeda, em vez de moedas de ouro. Uma certa quantia de ouro seria mantida como reserva das notas de papel, mas o resto poderia ser liberado para uso alternativo. Black argumenta que:

“O uso de papel-moeda no lugar de moeda metálica por governos modernos gera uma vasta economia social no uso de recursos que, de outra forma, seriam gastos em mineração e na fundição de grandes quantidades de moeda” (Black, 1989: 314).

Isso gera, então, senhoriagem, valor que “pode ser mensurado ao considerar-se a curva de demanda agregada da moeda como função da taxa de juros” (Black, 1989: 314). Pressupondo-se a existência de uma fração de reserva de ouro lastreando a moeda, a senhoriagem do Estado seria igual ao poder de compra da emissão total de moeda menos o custo de suprir o papel-moeda, que inclui o custo de oportunidade de manter as reservas em ouro. Ainda resta o potencial problema da inflação resultante da emissão de papel-moeda pelo Estado, que nos força a fazer uma distinção entre senhoriagem real e nominal, mas podemos ignorar a questão devido a sua importância secundária.

O conceito de senhoriagem é frequentemente estendido à esfera internacional. De acordo com Black (1989: 314),

“a substituição de ativos de reserva fiduciária tais como os Direitos Especiais de Saque criados pelo Fundo Monetário Internacional ou dólares norte-americanos por ouro geraria um ganho social substancial na forma de senhoriagem, equivalente ao excesso do custo de oportunidade do capital sobre os custos de suprimento do ativo fiduciário.”

O emissor da moeda usada como ativo de reserva internacional iria obter todos os ganhos da senhoriagem, a não ser que fossem pagos juros sobre a posse das reservas. Nesse caso, “a senhoriagem seria dividida entre o emissor e o portador” (Black, 1989: 314). Dado o atual contexto internacional, freqüentemente alega-se que os Estados Unidos recebem uma significativa “receita de senhoriagem” por ser o dólar usado como principal reserva em todo o mundo.

Retornemos à economia doméstica e consideremos uma economia fechada na qual o governo emite uma moeda fiduciária não lastreada por reservas em metais preciosos. Supõe-se que tal processo deva gerar significativa “receita de senhoriagem” para o governo, mas não está claro o que leva as pessoas a aceitarem a moeda fiduciária. No caso-padrão de ouro “puro” é possível entender por que o público aceita papel-moeda conversível ao ouro a uma taxa fixa, pois o papel-moeda pode ser trocado por ouro, que tem valor intrínseco. Entretanto, não fica claro por que a moeda fiduciária é aceita uma vez que não é conversível. Há duas soluções possíveis a serem trabalhadas. A primeira é embasada na idéia de convenção: o agente Tom aceita moeda fiduciária do governo porque espera que a agente Sally aceitará receber a mesma moeda fiduciária como pagamento. Há um óbvio problema lógico, de regressão infinita, que deveria tornar essa opção pouco atraente dada a dificuldade de conceber como tal convenção seria estabelecida. Outra possibilidade, aparentemente aceita ao menos por alguns pós-keynesianos, é que o público simplesmente vê a moeda fiduciária como um passivo do governo que será posteriormente quitado. Nesse caso, a moeda fiduciária não é diferente, em sua essência, de qualquer outro passivo (incluindo os privados) e a posição do governo não é diferente daquela de qualquer outro agente econômico. Quando um governo emite papel-moeda para comprar algo, a transação não é finalizada uma vez que permanece uma dívida que terá de ser paga posteriormente. Por exemplo, Rossi argumenta que não há agente econômico (“nem mesmo um tão poderoso quanto um governo pode ser”) capaz de fazer compras ao “simplesmente deixar os seus IOUs<sup>5</sup> circularem” (Rossi, 2001: 484). Ele continua:

“Aliás, parece claro que não há agente capaz de realizar pagamentos a outros agentes simplesmente pelo reconhecimento de sua dívida... a emissão de moeda moderna não implica compras para o emissor” (Rossi, 2001: 484).

Seguindo um raciocínio bastante semelhante, Mehrling (2000: 401) argumenta que “moeda do Estado não é moeda fiduciária exógena... mas sim algo como moeda creditícia endógena.” Dessa forma, Mehrling insiste que nós deveríamos pensar na moeda emitida pelo governo como nada além de uma “promessa de pagamento” (Mehrling, 2000: 401).

Contudo, um problema emerge para as posições de Rossi e Mehrling. Quando agentes privados emitem passivos, existe uma clara “hierarquia de

---

(5) Nota do Tradutor: IOU é uma expressão coloquial do inglês escrito que significa “*I owe you*”, isto é, “Eu lhe devo”. A tradução mais aproximada em português seria o “Devo, não nego, pago quando puder”.

moedas”. A análise desses autores prevê, corretamente, que passivos privados devem ser quitados mediante a entrega de outro passivo, em geral emitido por um agente em uma instância mais alta na hierarquia. Passivos de empresas são, geralmente, quitados com a entrega de passivos de bancos, que, por sua vez, quitam seus passivos entregando passivos do Banco Central. Deveria ser óbvio, mas geralmente não aparenta sê-lo (veja, por exemplo, a confusa discussão de Mehrling), que os passivos do Banco Central não diferem significativamente dos passivos do Tesouro. Em outras palavras, podemos tratar ambos como sendo base monetária, ou passivos do Estado (voltaremos a esse ponto mais adiante). Mas quais são as responsabilidades do Estado? Rossi não fornece pistas, mas Mehrling oferece uma tentativa de resposta. O Estado é responsável pela entrega de moeda estrangeira para fazer frente a seus próprios passivos. Quando o Estado emite sua “moeda fiduciária”, está implicitamente garantindo sua conversão em moeda estrangeira. Mas por que o agente doméstico aceitaria a moeda nacional exclusivamente pela sua conversibilidade em moeda estrangeira a taxas de câmbio fixas? Mais uma vez depara-se com o problema da regressão infinita (circularidade do argumento). A moeda doméstica é aceita por sua conversibilidade, uma vez que agentes estrangeiros aceitarão pagamentos em moeda estrangeira, o que nos permite usar tais moedas para comprar produtos e serviços importados ou ativos estrangeiros. Mehrling tenta resolver o problema oferecendo um argumento que não é consistente com a lógica geral de seu trabalho e que, mais importante ainda, aparentemente se aplica apenas a casos excepcionais. Segundo sua análise, o governo nada mais é do que uma enorme empresa ofertante de bens e serviços, talvez uma Microsoft gigante. O Estado moderno é “a única entidade com a qual cada um de nós faz negócios continuamente. Todos nós compramos dele uma variedade de serviços (...). Da mesma forma que cada um de nós está disposto a estender crédito temporário a parceiros a quem se espera fazer pagamentos futuros, também estamos todos dispostos a estender crédito ao governo” (Mehrling, 2000: 402-403). Dessa forma, aceita-se moeda fiduciária do governo porque sabe-se ser possível utilizá-la no pagamento de compras de bens e serviços do governo. Apesar de ser plausível do ponto de vista teórico, esse argumento requer que o governo, assim como a Microsoft, seja produtor e não consumidor da produção do setor não-governamental. É possível que existam governos como esse no mundo real, mas, obviamente, a teoria de Mehrling não é aplicável à maioria dos governos, que de fato ofertam alguns bens e serviços, mas que são grandes consumidores da produção do setor privado.

Chegamos agora à questão final, o regime de câmbio. Em um regime de taxa de câmbio fixa, incluindo o padrão-ouro, o Estado promete converter sua moeda fiduciária em reservas (moeda estrangeira ou ouro) a uma taxa de câmbio preestabelecida. Sendo assim, os custos de manutenção de tais reservas acabam

por reduzir a senhoriagem. Além disso, é necessário administrar com cautela a emissão de moeda de forma a não ameaçar as suas reservas. Mehrling, como apontado acima, coloca o argumento de que se aceita a moeda fiduciária doméstica porque o governo promete convertê-la em moeda estrangeira. Ignorando o problema da regressão infinita (circularidade), esse argumento é plausível apenas em um sistema de câmbio fixo. Tal promessa não é assumida por governos que adotam o sistema de câmbio flutuante. É certamente provável que os agentes que detêm moeda doméstica esperam ser capazes de convertê-la em moeda estrangeira nos mercados de câmbio, à taxa de câmbio vigente no momento da conversão. Além disso, podem até ter expectativas de que o governo intervirá nesse mercado de forma a tentar estabilizar as taxas de câmbio em situações de movimentos significativos de apreciação ou depreciação. Mas seria forçar o argumento dizer que os agentes aceitam a moeda fiduciária emitida por seu Estado *porque* eles provavelmente serão capazes de convertê-la em mercados de câmbio segundo uma taxa que não se desviará descontroladamente da atual. Por que não simplesmente demandar o pagamento em moeda estrangeira hoje e assim eliminar toda a incerteza? Não se está negando que o Estado possa querer manter reservas em moeda estrangeira de forma a poder minimizar a instabilidade da moeda, que de fato essas reservas possam ser utilizadas para garantir a conversibilidade ordenada em moeda estrangeira, ou que a emissão de moeda fiduciária doméstica seja restrita de forma a evitar a desvalorização cambial. Entretanto, parece ser um argumento excessivamente fraco defender que uma moeda fiduciária sem valor intrínseco é aceita como pagamento das compras do Estado simplesmente porque espera-se que a moeda fiduciária seja negociável em mercados de câmbio internacionais no futuro a uma taxa de câmbio não garantida.

### **Soberania**

Podemos desenvolver uma visão alternativa relacionada à abordagem “*Cartalist*” de Goodhardt ou à da moeda do Estado de Knapp. De acordo com essa visão, o valor de uma moeda não está ligado ao valor do material a partir do qual ela é produzida. Da mesma forma, seu valor não é determinado a partir de reservas de metais preciosos ou moedas estrangeiras nas quais possa ser convertida. Note que a visão alternativa não nega a lógica da abordagem metalista, sendo possível visualizar um sistema no qual o governo emite uma moeda metálica ou papel-moeda totalmente lastreado por metais preciosos (ou moedas estrangeiras) a uma taxa de câmbio fixa. Em tal sistema, é possível imaginar que, de fato, o governo poderia obter senhoriagem ao cobrar uma taxa sobre a cunhagem. É importante notar, mais uma vez, que não se propõe aqui debater a precisão histórica dessa história especulativa. Entretanto, a visão alternativa a ser aqui discutida nega que a lógica metalista seja útil para a construção de um modelo de análise de nações

modernas, tais como os Estados Unidos ou o Japão, que operam com moeda fiduciária e regime de câmbio flexível. Chamarei a visão alternativa de abordagem da soberania porque ela liga a capacidade do Estado de emitir uma moeda denominada na unidade de conta escolhida por ele, sem qualquer garantia explícita de que essa moeda será convertida em qualquer coisa (inclusive metais preciosos e moeda estrangeira), a um poder fundamental que está diretamente associado à soberania das nações. E, efetivamente, essa forma de poder soberano é quase que exclusivamente detida por Estados-nações e seus responsáveis. Esse é um poder que nem mesmo empresas como a Microsoft podem esperar alcançar.

A forma mais fácil de traçar um contraste entre as abordagens da senhoriagem e da soberania é retornar à discussão de moeda fiduciária como um passivo do Estado. De acordo com a abordagem da senhoriagem, contanto que o governo consiga emitir uma moeda que tenha poder de compra maior do que aquele requerido para produzi-la, obtém-se a senhoriagem. E, como discutido acima, ficamos com a questão não resolvida sobre o porquê de o setor não-governamental aceitar moeda fiduciária quando não está claro qual é a exata responsabilidade do Estado. Por outro lado, seguindo Knapp, a abordagem da soberania insiste que o Estado é responsável somente por aceitar a moeda fiduciária em pagamentos feitos a ele mesmo. Sim, o Estado pode decidir sua responsabilidade sobre a entrega de metais preciosos ou moeda estrangeira a uma taxa de câmbio fixa, se assim desejar. Sendo assim, nesse caso especial, a obrigação do Estado vai além de seu acordo em aceitar seu “passivo” monetário como instrumento de pagamento ao próprio Estado e inclui outras condições, auto-impostas. Entretanto, conforme discutido acima, esse caso especial não é relevante no contexto atual da maior parte dos países (países que operam um arranjo tipo *currency board* ou regimes de câmbio fixo com bandas de flutuação são óbvias exceções). O caso geral é que a moeda fiduciária é um “passivo” do Estado apenas no sentido em que este concorda em aceitá-la em agências estatais de pagamento. Em quais pagamentos o Estado aceita sua moeda fiduciária? Já rejeitamos a crença de Mehrling de que o Estado não passa de uma Microsoft gigante, que oferta bens e serviços a mercados e aceita seus passivos em pagamento. Está claro que, no mundo real, a maior parte dos pagamentos ao Estado consiste em taxas, impostos, multas e juros. Em todos os Estados modernos, impostos são os mais significativos pagamentos feitos ao Estado, superando facilmente as vendas do Estado ao setor não-governamental.

Tendo em vista nossa proposta, soberania pode ser definida como a capacidade de impor passivos na forma de impostos, ainda que, no passado, a capacidade de impor taxas, multas, dívidas e juros fosse mais importante do que a imposição de passivos tributários. Evidentemente esses pagamentos não são voluntários em nível individual, ainda que em nações democráticas os passivos tributários sejam, ao menos em teoria, determinados por consenso. Deve-se

ênfatizar que essa capacidade de impor passivos à população não pressupõe um Estado autocrático ou fascista. Mesmo os Estados mais democráticos instituem impostos, sendo sem dúvida paradoxal que governos social-democratas (como nas nações escandinavas) tendam a estabelecer passivos tributários relativamente maiores do que aqueles sob maior controle oligárquico (como Estados Unidos ou o Japão). Todas as nações soberanas impõem passivos involuntários às suas populações no sentido em que o indivíduo não pode decidir evitar os passivos devidos. É claro que muitos tipos de impostos podem ser evitados se o indivíduo se abster de comportamentos sujeitos à tributação (ao não ter renda é possível evitar-se o imposto de renda; abstendo-se do tabaco, esquiva-se do imposto sobre o cigarro, e assim por diante). O imposto mais simples, o de capitação,<sup>6</sup> é o mais difícil de ser evitado; um imposto sobre a moradia poderia ser evitado, mas às custas de uma séria redução do conforto. Impostos inevitáveis são provavelmente melhores uma vez que distorcem em menor grau o comportamento dos agentes e podem estimular melhor a demanda por moeda, o que será discutido abaixo.

Para o desenvolvimento de nosso conceito de soberania não é suficiente afirmar que o Estado é capaz de impor passivos tributários, mas também que deve ser capaz de designar a forma como estes serão pagos. Em todos os Estados modernos, cada indivíduo elimina seu passivo tributário entregando ao Estado seu próprio passivo, o que estamos chamando de moeda fiduciária. Por que os passivos do Estado são aceitos? Porque os agentes estão em dívida com o Estado devido à imposição de passivos tributários. O Estado concorda em aceitar seus próprios passivos como forma de pagamento de tais passivos tributários, passivos estes que são impostos como resultado de sua soberania.

A abordagem da soberania tem diversas vantagens em relação à da senhoriagem. Em primeiro lugar, evita problemas de regressão infinita (circularidade). Tudo que exige é a capacidade do Estado de impor um passivo inevitável (tal como o imposto de capitação) e de nomear o que deve ser entregue como pagamento desse imposto. Em segundo lugar, resolve o problema nominal ou de unidade de conta: o Estado nomeia a unidade de conta (o dólar), impõe os passivos tributários naquela unidade (um imposto de capitação de cinco dólares) e denomina seu próprio passivo monetário em tal unidade (uma nota de um dólar).

Ainda não explicamos por que a moeda fiduciária terá poder de compra em termos de mercadorias produzidas pelo setor não-governamental. Se, por exemplo, o Estado impusesse um imposto de capitação de cinco dólares, e então distribísse livremente cestas de moeda fiduciária denominada em dólar, todos poderiam pagar seus passivos tributários sem oferecer nada em troca ao Estado. Nessa situação, o valor do dólar fiduciário seria próximo a zero, o suficiente apenas para cobrir o custo e o esforço envolvidos na distribuição das cestas de

---

(6) Nota do revisor técnico: o imposto de capitação é um imposto direto, de valor fixo, que incide sobre os indivíduos.



dinheiro “gratuito”. Em geral, o valor “real” desse dólar será determinado pelo “esforço” envolvido na sua obtenção, qual seja, o trabalho ou o conjunto de mercadorias que devem ser fornecidas para se obter um dólar em moeda fiduciária. Por exemplo, vamos presumir que o Estado queira comprar apenas trabalho – contrata policiais e bombeiros para os serviços de segurança pública, soldados para a defesa nacional e fiscais de imposto de renda para coleta de tributos – e oferece em pagamento cédulas de um dólar por hora de trabalho contratado. Deixando de lado as óbvias complicações colocadas pela heterogeneidade da mão-de-obra, um dólar em moeda fiduciária valerá uma hora de trabalho. Se o Estado anuncia que irá oferecer dois dólares por hora de trabalho, o poder de compra do dólar cairá pela metade; se reduzir os salários a meio dólar por hora, o poder de compra do dólar será duplicado. É óbvio que as coisas são muito mais complicadas no mundo real, mas um exame mais profundo não se faz necessário para a colocação da nossa questão: o poder de compra “real” é mantido pela garantia de que é “difícil” obter a moeda fiduciária requerida para o pagamento dos passivos tributários.

Existem mais duas complicações no mundo real que demandam uma rápida análise. Primeiro, a maior parte dos pagamentos feitos em economias modernas não envolve o uso de moeda fiduciária; de fato, mesmo impostos são quase que exclusivamente pagos com moeda bancária. Segundo, a moeda fiduciária não é introduzida na economia unicamente por meio da compra de bens e serviços pelo Tesouro. Na verdade, o Banco Central fornece a maior parte da nossa moeda e oferta quase todas as reservas bancárias que são, do ponto de vista do público não bancário, substitutos perfeitos para os passivos do Tesouro. Obviamente, a simples consolidação do Banco Central e do Tesouro em um conglomerado a ser chamado de “o Estado” eliminaria tais complicações. Quando se utiliza de um passivo bancário para pagar “o Estado”, na verdade é o banco que supre os serviços de pagamento, entregando a moeda fiduciária do Estado, que resulta em um débito nas reservas do banco. Quando é o Estado que gasta, ele apresenta um cheque que, uma vez depositado em um banco, gera um crédito na conta de reservas bancárias. Subseqüentemente, se um indivíduo faz uma retirada de sua conta de depósito bancário, há um débito nas reservas bancárias. Note que pagamentos em moeda bancária realizados dentro do setor privado implicam a mera troca de reservas entre bancos, podendo portanto ser totalmente desconsiderados. Ignorando temporariamente as ações iniciadas pelo Banco Central, apenas pagamentos feitos ao Tesouro ou retiradas de dinheiro em espécie de contas bancárias podem reduzir as reservas do sistema bancário, enquanto pagamentos feitos pelo Tesouro resultam em créditos para tais reservas.

Mas o Tesouro não é a única fonte de injeção ou redução de reservas. Os Bancos Centrais são os principais provedores de reservas por meio da janela de redescontos ou de operações de mercado aberto, tais como a compra de títulos da

dívida pública, moeda estrangeira ou ouro. Podem também enxugar reservas ao reverter essas ações: diminuindo os empréstimos da janela de redesconto ou vendendo títulos da dívida pública, moeda estrangeira ou ouro no mercado. Além disso, Bancos Centrais fazem várias transações com os seus Tesouros. Entretanto, essas ações internas não têm implicações sobre o setor não-governamental. Por exemplo, uma compra de títulos do Tesouro pelo Banco Central pode ter como contrapartida um depósito do Tesouro junto a este, mas isso não tem impacto sobre as reservas do sistema bancário enquanto o Tesouro não se utilizar desse depósito para, por exemplo, o pagamento de trabalho ou a compra de produção do setor não-governamental. Conseqüentemente, ações estritamente internas envolvendo apenas o Banco Central e o Tesouro devem ser ignoradas, o que é a principal justificativa para a consolidação de suas contas.

Da mesma forma que o mundo “externo” não se importa com as manobras de contabilidade praticadas por marido e mulher na composição do orçamento doméstico, as maquinações de contabilidade interna praticadas entre o Fed (*Federal Reserve System*) e o Tesouro dos Estados Unidos não são importantes para a nossa análise. Muitos economistas acham isso tudo muito confuso por não entenderem a natureza dos procedimentos internos de contabilidade usados pelo Fed e pelo Tesouro norte-americano, procedimentos que estes se auto-impuseram e que não são ditados por necessidade lógica. Um exemplo disso é que o Tesouro faz seus gastos por meio de saques na conta que mantém no Fed, dependendo deste para fazer débitos em sua conta e créditos na conta de reservas de um banco. Seria mais transparente, sem ocasionar mudanças significativas, se os gastos do Tesouro simplesmente implicassem créditos na conta de um banco privado. Da mesma forma, pagadores de impostos mandam cheques ao Tesouro, que os deposita no Fed, gerando créditos na conta do Tesouro e débitos nas reservas dos bancos privados. Mais uma vez, seria mais fácil para os economistas acompanharem esse processo se o pagamento dos impostos simplesmente levasse a uma redução direta das reservas dos bancos pelo Tesouro. A situação torna-se ainda mais complexa porque o Tesouro mantém contas em bancos privados, nas quais deposita os impostos recebidos para depois transferi-los para o Fed, antes de gastá-los. É óbvio que, contanto que os depósitos do Tesouro sejam mantidos dentro do sistema bancário, não há impacto nas reservas do sistema bancário. Sendo assim, os depósitos do Tesouro em bancos privados podem ser ignorados, uma vez que o banco simplesmente debita da conta do pagador de imposto e credita o valor na conta do Tesouro.

Não quero dedicar muito espaço para toda essa contabilidade, dado que ela já foi detalhadamente examinada em Wray (1998) e Bell (2000). A única lógica que necessariamente deve ser compreendida é que o Estado “gasta” ao emitir seu próprio passivo (em sua maioria na forma de créditos às reservas do sistema bancário). No balanço consolidado do Estado, seu passivo cresce de

acordo com o volume de suas compras e seu ativo aumenta em função do volume de suas vendas. O setor não-governamental registra uma ação compensadora: seus ativos são reduzidos pela transferência de sua produção ao Estado, mas seu balanço recebe créditos correspondentes à quantidade vendida. O pagamento de um imposto é exatamente o oposto: o ativo do Estado (um passivo tributário devido pelo setor não-governamental) sofre redução, assim como seu passivo (reservas do sistema bancário); para o setor não-governamental, o passivo tributário devido é reduzido, da mesma forma que suas reservas mantidas como ativo. E tudo isso funciona apenas porque o Estado exerceu, em primeiro lugar, sua soberania, ao impor um passivo tributário ao setor não-governamental. A capacidade de compra do Estado por meio da emissão de passivos é apenas o segundo passo. Ao ignorar o poder soberano do Estado de impor passivos tributários aos agentes, analistas como Merhling e Rossi concluem erroneamente que a posição do Estado não difere daquela de qualquer outro agente que emite passivos.

Procedimentos seguidos pelo Tesouro para a emissão de títulos de dívida adicionam outro nível de complicações que confundem os economistas. Há muito tempo estes acreditam que o governo deve “emitir moeda” ou “tomar emprestado” sempre que realizar gastos deficitários. Entretanto, como mostramos, o governo sempre gasta ao creditar reservas ao sistema bancário. Impostos enxugam essas reservas, mas um déficit governamental significa que parte dessas reservas criadas não são drenadas. O público não bancário absorve parte dessas reservas líquidas quando saca seus depósitos, o que resulta em um escoamento de recursos do sistema bancário. Os bancos, por sua vez, usam reservas para realizar a compensação de contas entre si e com o governo. É provável que o sistema bancário decida, em qualquer momento, manter uma posição de reservas líquidas, dado que cada banco mantém uma posição de reservas positivas para lidar com escoamentos antecipados (com o público, com outros bancos e com o Estado). Em sistemas como o dos Estados Unidos, em que reservas não rendem juros, o comportamento dos bancos em busca de lucros deve minimizar a manutenção de reservas líquidas. Quando um banco individual mantém mais reservas do que o desejado, ele buscará emprestar o excedente em mercados *overnight* – nos Estados Unidos, os fundos da reserva federal. Como documentado em todo trabalho sobre sistemas monetário e bancário, os Estados Unidos também impõem aos bancos requerimentos de reservas compulsórias, contra certas modalidades de depósito. Apesar de muito ser dito sobre essa questão, esta nada de substantivo acrescenta à nossa análise. Se o nível desejável de reservas mantidas pelo banco está acima do nível de reservas requeridas (como agora o é para muitos bancos nos Estados Unidos), então é apenas o excedente sobre as reservas desejadas (e não o excedente sobre as reservas requeridas) que pressionará para baixo as taxas de juros *overnight*. Se as exigências legais estão acima do nível desejado pelos

bancos para a compensação de suas contas, então apenas o excedente sobre as reservas requeridas irá pressionar negativamente as taxas de juros do *overnight*. Muito tem sido dito sobre a temporalidade dos recolhimentos compulsórios: se contemporâneos ou defasados. Recolhimentos de reservas contemporâneos simplesmente eliminam qualquer “transbordamento” – quaisquer reservas excedentes levam a impactos imediatos nas taxas de *overnight*. Recolhimentos defasados garantem ao sistema um pequeno amortecedor, uma vez que durante um curto período de acomodação, os bancos podem tentar ajustar suas contas de forma a colocar as reservas mantidas no nível requerido em função dos depósitos mantidos no período anterior. Entretanto, na realidade, independentemente do método usado, reservas excedentes acima do que é legalmente exigido ou desejado levarão à queda das taxas de juros do *overnight*, enquanto que reservas insuficientes ocasionarão alta dessas taxas.

Pós-keynesianos avançaram bastante na demonstração de que a oferta de reservas não é feita de forma discricionária pelo Banco Central, mas sim de “forma horizontal”, ou a partir da demanda. Se assim não o fosse, o Banco Central não seria capaz de alcançar sua meta de taxa de juros do *overnight*. Essa questão já foi suficientemente examinada de forma que não há necessidade de maiores explicações. Entretanto, o que tem sido amplamente ignorado é que as operações “horizontais” do Banco Central que expandem as reservas por meio de compras de títulos no mercado aberto, ou que as enxugam através de vendas de títulos nesse mercado, são responsáveis por uma parcela relativamente pequena dos ajustes de posições das reservas bancárias. Estas são absolutamente dominadas pelos impactos do Tesouro nas posições das reservas. Conforme discutido acima, os gastos do governo aumentam as reservas, enquanto que pagamentos de impostos as diminuem; dessa forma, déficits resultam em créditos líquidos e superávits resultam em débitos líquidos. Embora o Banco Central possa compensar tais movimentos caso estes levem à criação de reservas excessivas ou insuficientes, suas intervenções são necessariamente limitadas. Contínuas operações de venda de títulos no mercado aberto para o enxugamento de reservas excessivas criadas pelos gastos deficitários são mais problemáticas uma vez que, eventualmente, o Banco Central pode esgotar sua carteira de títulos do Tesouro para venda. Entretanto, regras informais de procedimento também limitam as compras do Banco Central, apesar de não haver limites colocados pela contabilidade de partidas dobradas (dado que a compra de ativos pelo Banco Central se dá por meio de crédito nas contas de reservas dos bancos, não há limite teórico para a sua capacidade de fazê-lo). De qualquer forma, em todas as economias modernas, há uma divisão de responsabilidades entre o Banco Central e o Tesouro. Enquanto o primeiro é responsável por operações diárias de enxugamento/expansão de reservas, o segundo é responsável pelo enxugamento/expansão de reservas no longo prazo. Isso é feito por meio de operações de venda/recompra de dívida pública. Sempre

que o Tesouro sustentar um déficit, ele estará expandindo as reservas do sistema, o que provavelmente irá gerar excedente nas posições de reservas. Vendas de novos títulos da dívida pública enxugarão, então, tais reservas excedentes (nos Estados Unidos, complicados procedimentos são seguidos, freqüentemente envolvendo bancos privados especialmente escolhidos, mas isso não traz mudanças substanciais<sup>7</sup>). Quase sempre os bancos irão preferir títulos do Tesouro que rendem juros a excedentes de reservas (indesejadas e/ou não requeridas) sem remuneração. Por conseguinte não há dificuldade na venda desses títulos. Nota-se também que, caso houvesse um problema, o Tesouro simplesmente evitaria vender seus títulos e, de fato, não precisaria vendê-los se os bancos preferissem manter reservas que não rendem juros. Em outras palavras, longe de requerer que o Tesouro “tome empréstimos” por meio da venda de novos títulos, déficits governamentais apenas implicam que o Banco Central e o Tesouro enxuguem as reservas excedentes de forma a evitar pressões baixistas sobre as taxas de juros do *overnight*. Por outro lado, contínuos superávits orçamentários enxugam reservas e podem, eventualmente, gerar posições de reservas bancárias abaixo do nível desejável e/ou requerido. No curto prazo, o Banco Central oferece as reservas necessárias por meio de compras no mercado aberto; no longo prazo, o Tesouro corrige o enxugamento de reservas por meio da recompra da dívida excedente. Essencialmente, o público abre mão de seus títulos da dívida pública de modo a pagar impostos “excessivos” que resultam do superávit orçamentário e que, de outra forma, teriam enxugado as reservas exigidas e/ou desejáveis do sistema bancário. A dívida do Tesouro poderia ser completamente eliminada se o Fed pagasse juros sobre as reservas, ou se o Fed adotasse uma meta da taxa de juros do *overnight* nula (zero). Em ambos os casos, o Fed conseguiria alcançar sua meta independentemente do tamanho do déficit do Tesouro e, por conseguinte, não haveria a necessidade de venda de títulos públicos.

Isso nos traz de volta à questão final, que é a relação entre o sistema de câmbio e a soberania. Em um sistema de câmbio flexível que opera com moeda fiduciária, a taxa de juros do *overnight* é exógena, determinada pelas autoridades monetárias. A taxa paga por seus empréstimos estará alinhada com a taxa *over*. Isso porque a arbitragem manterá as taxas de juros sobre as dívidas de curto prazo essencialmente iguais à meta da taxa do *overnight*, e os títulos da dívida de longo prazo manterão uma taxa que é fortemente determinada pelas expectativas dos agentes acerca das metas futuras da taxa de juros do *overnight*. Déficits ou superávits do Tesouro não afastarão as taxas do *overnight* das metas do Banco Central. Do mesmo modo, tais taxas não serão impactadas pelos fluxos de capitais internacionais que poderão, sim, impactar as taxas de câmbio. Por outro lado, um país no qual a moeda é fiduciária e o regime de câmbio adotado é fixo (baseado no padrão-ouro, bandas cambiais ou *currency board*) não terá condições de

---

(7) Ver Bell (2000).

determinar a taxa de *overnight* de forma exógena. Como, em tal sistema, o Estado terá de manter reservas (em ouro ou outras moedas, dependendo do regime adotado) de forma a conservar a paridade fixada, possivelmente as taxas de juros terão de ser ajustadas de forma a garantir a retenção de reservas suficientes. Perdas esperadas ou efetivas de reservas (novamente, em ouro ou moeda estrangeira) provavelmente levarão a aumentos da meta da taxa *overnight*, com o objetivo de conter tal movimento. Por motivos semelhantes, o Tesouro de tal nação terá limitada a sua capacidade de fazer gastos deficitários, temendo que déficits muito elevados possam resultar em uma economia tão robusta a ponto de gerar perdas para com outras nações, resultantes, por exemplo, de um déficit comercial. Mesmo na ausência de déficits comerciais, o governo enfrentaria limitações, uma vez que déficits fiscais resultariam em emissão de moeda nacional. Sob um sistema rígido de padrão-ouro (com 100% de reservas em ouro), ou um acordo estrito do tipo *currency board*, gastos governamentais seriam rigidamente limitados pelo volume de ouro ou moeda estrangeira acumulados (respectivamente). Mas, mesmo em um sistema mais flexível (com bandas cambiais, mas sem reservas de 100%), o governo temeria déficits porque estes afetariam a manutenção de suas reservas. Dessa forma, considerando-se os limites aos gastos governamentais, assim como as restrições impostas à determinação de taxas de juros exógenas, conforme discutido acima, é possível afirmar que em sistemas de câmbio fixo tanto a política fiscal quanto a monetária sofrem limitações. De uma forma bastante real, um país que adota um sistema de câmbio fixo abdica de parte importante de sua soberania.

Conforme vimos, em uma nação que opera com moeda fiduciária e sistema de câmbio flutuante, a dívida do Tesouro nada mais é do que reserva que rende juros e o motivo da emissão de títulos da dívida pública é o enxugamento do excesso de reservas de forma a permitir que o Banco Central alcance a sua meta de taxa de juros do *overnight*. Esse mecanismo não pode ser chamado de operação de empréstimo – não faz sentido argumentar que um governo operante em tal sistema tenha necessidade de “financiar” seu próprio passivo de forma a poder realizar gastos deficitários. Portanto, também não faz sentido falar em “risco de *default*” da dívida pública denominada em moeda nacional, sendo esta dívida emitida por uma nação que opera em um sistema de câmbio flutuante. Tal governo será sempre capaz de pagar juros e retirar o principal por meio de créditos nas contas de reservas do sistema bancário. Por outro lado, um governo que opera em um regime de câmbio fixo pode ser forçado a deixar de honrar seus compromissos de converter seus passivos em reserva a uma taxa de câmbio fixa, seja a reserva em ouro ou moeda estrangeira. Dessa forma, em regimes de câmbio fixo há o “risco de *default*” dos títulos da dívida pública. De forma semelhante, se um Estado emite passivos em moeda estrangeira, sua dívida pública está sujeita ao “risco de *default*” pela simples razão de que ele não será capaz de pagar juros e retirar o principal por meio de crédito nas reservas bancárias.

Qualquer Estado soberano que tenha a capacidade de impor passivos tributários inevitáveis será capaz de: emitir moeda fiduciária; determinar de forma exógena as taxas de juros do *overnight*; realizar gastos deficitários, comprando bens e serviços, por meio de créditos nas reservas bancárias. Tal Estado nunca precisará fazer empréstimos prévios a seus gastos, ainda que, caso deseje manter as taxas de juros do *overnight* em nível positivo, precise oferecer alternativas rentáveis para as reservas excedentes que não rendem juros. Isso não significa que o gasto deficitário seja sempre desejável ou que os impactos de déficits ou baixas taxas de juros sobre as taxas de inflação interna ou de câmbio devam ser ignorados pelo Estado. Apesar de acreditar que as considerações da maior parte das teorias econômicas acerca dos impactos dos gastos governamentais e da política monetária sobre a inflação, taxas de juros de longo prazo e taxas de câmbio estejam baseadas em princípios errados, essa questão está fora do escopo do presente trabalho. É necessário estabelecer aqui somente as possibilidades mínimas para o funcionamento do poder soberano.

Entretanto, muitas nações têm optado por não exercer seu poder soberano, nem mesmo nesses limites mínimos. Isso porque escolheram fixar suas taxas de câmbio, emitir títulos da dívida pública denominados em moeda estrangeira, ou operar com um *currency board*. Quando um país decide operar um *currency board* baseado no dólar norte-americano, ele repassa aos Estados Unidos uma parcela da sua soberania. Seu governo terá que tomar empréstimos em dólares ou obtê-los através de seu sistema tributário (que, em última instância, terá de vir de exportações) de forma a poder gastar. Economistas frequentemente alegam que isso concede aos Estados Unidos uma “receita de senhoriagem”, pois a demanda por dólares permite que os Estados Unidos comprem exportações da nação que opera com *currency board* em dólar, sem nunca oferecer bens e serviços reais em troca. Afirma-se que os Estados Unidos ganham um “almoço grátis”. Há alguma verdade nessa alegação, especialmente se ignorarmos os impactos negativos na economia norte-americana (possível perda de empregos e indústrias, depressão da demanda agregada), que ocorrem somente se os Estados Unidos não adotam uma política de pleno emprego. Se pensarmos nas exportações como um “custo” e nas importações como um “benefício” para os norte-americanos, então um déficit comercial produzido por nações demandantes de dólares para serem mantidos como reserva gera, de fato, a criação de um “almoço grátis” para a economia norte-americana vista em sua totalidade. Por extensão, mesmo aquelas nações que escolheram um regime de câmbio flutuante, mas que procuram acumular reservas líquidas em dólares (possivelmente para administrar flutuações sujas) fornecem à economia norte-americana alguma “renda de senhoriagem” ou “almoços grátis”.

Entretanto, existem dois conceitos errados nessa discussão, que devem ser analisados. Primeiro, é necessário determinar quem nos Estados Unidos recolhe essa receita proveniente de senhoriagem. Segundo, é necessário determinar se

outras nações também podem recolher essa receita proveniente de senhoriagem ou se os Estados Unidos ganham sozinhos tal receita por meio de seu poder “hegemônico”, como é freqüentemente alegado.

Dentro de qualquer nação soberana que adote regime de câmbio flutuante e opere com moeda fiduciária, apenas o Estado detém o poder de impor passivos tributários. Como argumentamos, esse é um componente crítico do poder soberano, ainda que não implique ser o único poder reivindicado pelo Estado soberano. Ao estabelecer impostos, o Estado pode gerar recursos para si mesmo. Todos os Estados modernos dependem significativamente do sistema monetário, estabelecendo impostos de forma a criar demanda pela moeda e emitindo, então, a moeda para comprar os recursos desejados. O uso da moeda pelo Estado é o que disfarça a natureza do poder soberano. Quando o Estado desapropria ativos financeiros e reais seja em função de inadimplência tributária, sob a forma de multas por atividades criminais ou através da nacionalização por propósitos públicos (por domínio eminente), o véu monetário que obscurece a natureza da soberania é removido. Todos os outros agentes econômicos na nação soberana têm de usar renda, emitir dívidas, depender da caridade (ou de transferências do Estado) ou engajar-se na pequena produção mercantil para obter recursos. Nenhum outro agente econômico pode emitir passivos que representem meio de pagamento para si mesmo. Dessa forma, ainda que o resto do mundo deseje acumular dólares, isso não implica vantagens específicas a qualquer agente econômico norte-americano não soberano. Quando um desses agentes compra um Toyota importado, ele entrega parte de sua renda, vende um ativo ou emite um passivo para financiar tal compra. O exportador japonês mantém, então, um direito em dólar em um banco norte-americano, que provavelmente será convertido em um direito em ienes em um banco japonês, que, por sua vez, implicará a conversão de reserva em dólares em reserva em ienes no Banco do Japão. Alternativamente, o Banco do Japão poderia manter reservas em dólares, ou convertê-las em títulos da dívida do Tesouro norte-americano que, na verdade, são apenas reservas que rendem juros. Depois que tudo é dito e feito, o norte-americano tem um novo automóvel e o Banco do Japão detém reservas em dólares junto ao Fed. Entretanto, o norte-americano que possui um novo Toyota certamente não sente ter recebido “algo por nada”, uma vez que usou sua renda, a venda de um ativo ou comprometeu-se com pagamentos sobre uma dívida. Como os economistas gostam de dizer, não existe “almoço de graça”. E, se os Estados Unidos não implementam uma política de pleno emprego, o resultado líquido desse processo pode ser a perda de empregos na indústria automobilística norte-americana.

Por outro lado, se o governo dos Estados Unidos decide importar um Toyota, ele realmente poderá obter “algo por nada”, por meio da emissão de reservas em dólar que serão transferidas para o Banco do Japão. Mas isso é senhoriagem? Na verdade, não. Qualquer Estado soberano obtém “algo por nada”



ao impor passivos tributários e, então, emitir a moeda usada para o cumprimento de tais obrigações. A única diferença é que, nesse exemplo, o governo norte-americano obteve um produto produzido fora dos Estados Unidos, por agentes que não estão sujeitos ao seu poder soberano ou, em outras palavras, aos impostos norte-americanos. Entretanto, mesmo dentro de qualquer nação podem existir indivíduos que evitam e sonegam impostos estabelecidos pelo poder soberano, mas que, ainda assim, estão dispostos a oferecer sua produção para obter a moeda do soberano. Por quê? Porque aqueles que não conseguem evitar ou sonegar impostos precisam da moeda e assim estão dispostos a oferecer sua própria produção para obtê-la. O dólar norte-americano tem valor fora dos Estados Unidos porque os contribuintes nos Estados Unidos precisam de tal moeda. Dizer isso não implica que a moeda norte-americana seja usada apenas para pagar impostos, ou que aqueles que detêm essa moeda ou depósitos de reservas no Fed o fazem sabendo que os contribuintes nos Estados Unidos querem base monetária para pagar impostos. Entretanto, do ponto de vista analítico, é o poder soberano do governo dos Estados Unidos que permite que o país emita moeda e reservas demandadas em nível doméstico e internacional. Se retirássemos do Tesouro dos Estados Unidos o poder soberano de emitir impostos em dólar, a demanda mundial por dólares iria definhando. Dessa forma, no limite, a existência de “senhoriagem” deriva do poder soberano.

A outra pergunta que devemos fazer é se o norte-americano é o único governo capaz de emitir moeda aceita por aqueles que não estão sujeitos a sua tributação. É óbvio que não. Outros Estados soberanos que operam com regime de câmbio flutuante e moeda nacional têm a capacidade de obter a mesma “receita de senhoriagem” obtida pelo governo norte-americano. E, assim como no caso dos Estados Unidos, a capacidade de obter “receita de senhoriagem” é, no limite, relacionada à soberania – apenas o Estado tem esse poder. Certamente não há aqui uma controvérsia. Ainda assim, pode-se argumentar que os Estados Unidos obtêm muito mais “receita de senhoriagem” do que outras nações, porque a relação entre reservas em dólar mantidas por estrangeiros e o tamanho da economia norte-americana é mais elevada do que tal relação observada para a grande maioria dos países. Aqui deveríamos distinguir entre compras soberanas e compras não soberanas. Enquanto a “receita de senhoriagem” é, algumas vezes, relacionada com o total líquido das importações, conforme mostramos acima, as importações adquiridas pela população não soberana não geram “almoço de graça”. É apenas a parcela do déficit comercial resultante de compras feitas pelo soberano que pode indicar a existência de “almoço de graça” e de “receita de senhoriagem”.

A pergunta que nos resta é se isso é resultado do poder hegemônico dos Estados Unidos ou de regras auto-impostas adotadas por outras nações. Em primeiro lugar, precisamos reconhecer que os Estados Unidos são a única superpotência remanescente e que exerce o poder político e militar de acordo com

os seus interesses. Se assim o desejarem, os Estados Unidos podem reduzir qualquer nação a pó e, provavelmente, derrubar qualquer governo e impor outro mais disposto a atender aos seus desejos. Poderiam, provavelmente, forçar qualquer nação a adotar um *currency board* baseado no dólar, assim como anexar qualquer nação e sujeitar a população ao poder soberano imposto aos cidadãos norte-americanos. Isso poderia ser feito, talvez até já o tenha sido, com nações latino-americanas relativamente fracas, e com pouca repercussão global. Seria mais difícil que isso fosse feito com grandes nações da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) e é pouco provável que os Estados Unidos já o tenham tentado, ou mesmo que venham a fazê-lo. Parece muito mais provável que a maior parte das nações que detêm grandes reservas em dólar (novamente inclui-se a dívida do Tesouro) o faz em função do que considera ser interesse próprio. Sim, isso provavelmente se deve, em parte, simplesmente ao tamanho gigantesco da economia norte-americana, o elefante do mundo. Entretanto, o desejo de manter reservas em dólar nunca poderia ser satisfeito se os Estados Unidos não tivessem déficits comerciais, especialmente se levarmos em consideração o baixo volume de ajuda oficial dada pelos Estados Unidos. Por sua vez, tais déficits comerciais exigem que o resto do mundo em geral deseje vender mais aos Estados Unidos do que está disposto a deles comprar. Quando um não quer, dois não fazem. Dados o desejo do resto do mundo de acumular reservas em dólar e a falta de desejo de consumir produtos norte-americanos, os Estados Unidos são “obrigados” a obter “receita de senhoriagem”. Se, por exemplo, o Japão e a Eurolândia decidissem estimular suas economias o suficiente para eliminar seus superávits comerciais, seriam também “forçados” a obter alguma “receita de senhoriagem”, e a “receita de senhoriagem” dos Estados Unidos provavelmente declinaria com o crescimento das exportações para aqueles países. O contra-argumento é que apenas os Estados Unidos podem manter déficits comerciais persistentes sem causar a depreciação do câmbio. É possível, mas, da mesma forma, quando um não quer, dois não fazem. Contanto que o resto do mundo queira mais reservas em dólar, esta moeda permanecerá forte, mesmo na presença de déficits comerciais norte-americanos. Sob as atuais “regras do jogo”, adotadas pela maior parte das nações do mundo, o sucesso econômico nacional é medido pelo volume das reservas acumuladas em dólares, da mesma forma como nações mercantilistas mediam o sucesso pelo influxo de ouro. Talvez, se os economistas entendessem os princípios da soberania, o jogo seria jogado de forma diferente.

### **Bibliografia**

BELL, Stephanie. Do taxes and bonds finance government spending? *Journal of Economic Issues*, v. 34, n. 3, p. 603-620, 2000.

- BLACK, S. Seigniorage. In EATWELL, John, MILGATE, Murray, NEWMAN, Peter (Ed.). *The new Palgrave: money*. New York/London: WW Norton, 1989.
- GOODHART, Charles A. E. *Money, information and uncertainty*. Cambridge, Mass: MIT Press, 1989.
- \_\_\_\_\_. Two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*, v. 14, p. 407-432, 1998.
- KNAPP, Georg Friedrich (1924). *The state theory of money*. Clifton: Augustus M. Kelley, 1973.
- MEHRLING, Perry. Modern money: Fiat or credit? *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring, v. 22, n. 3, p. 397-406, 2000.
- MOSLER, Warren. Full employment and price stability. *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter, v. 20, n. 2, p. 167-182, 1997-98.
- PIÉGAY, Pierre, ROCHON, Louis-Philippe (Ed.). *Theories monétaires post keynesiennes*. Paris: Economica, 2003.
- ROSSI, Sergio. Review of *Understanding modern money*. *Kyklos*, p. 483-485, 2001.
- WRAY, L. Randall. *Understanding modern money: the key to full employment and price stability*. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.