

HIERARQUIA DE MOEDAS E SOBERANIA MONETÁRIA:

Uma primeira aproximação¹

Ezequiel Greco Laplane

Universidade Estadual de Campinas – IE/UNICAMP

Área 7 Economia Internacional

Resumo: A partir da constatação do sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) contemporâneo como um sistema hierárquico e assimétrico, o presente trabalho tem como objetivo avaliar a relação entre a hierarquia de moedas e a soberania monetária. As assimetrias pertinentes para o trabalho são de ordem monetária, financeira e, como resultado dessas duas, macroeconômica. Estas impõem aos países diferentes dificuldades em relação à autonomia de política econômica, segundo a posição ocupada na hierarquia de moedas e a forma de inserção nas finanças globais. Adicionalmente, é afetada outra dimensão pouco discutida: a soberania monetária. Portanto, após realizar uma apresentação das características do SMFI atual, é ensaiado um conceito de soberania monetária baseado na visão regulacionista para, finalmente, enfatizar sua relação com a abordagem da hierarquia de moedas e possíveis consequências.

Palavras-chave: Hierarquia de moedas – Soberania monetária – Globalização financeira – autonomia econômica – periferia.

JEL: E44 ; E52 ; F02 ; F33 ; F36 ; F41

Abstract: From the observation of the contemporary international monetary and financial system as a hierarchical and asymmetric system, this study aims to evaluate the relationship between the hierarchy of currencies and monetary sovereignty. The relevant asymmetries are monetary, financial and, as a result of these two, macroeconomic. These asymmetries impose different difficulties to countries regarding the autonomy of economic policy, according to the position occupied in the hierarchy of currencies and the form of insertion in global finance. Additionally, it is affected another dimension little discussed: monetary sovereignty. So, after making a presentation of the characteristics of the current international monetary and financial system is tested a concept of monetary sovereignty based on regulationist view to, finally, emphasize its relationship with the approach of the currency hierarchy and possible consequences.

Key – words: Currency hierarchy - Monetary sovereignty – Financial globalization – economic autonomy – periphery

¹ Meus agradecimentos à profa. Daniela Prates e ao prof. Bruno De Conti pelos preciosos comentários e orientações. Se alguma virtude tem o trabalho é culpa deles, eximindo-os dos erros e omissões que, porventura, persistirem.

1. Introdução

O padrão monetário que surgiu após o colapso do acordo de Bretton Woods, caracteriza-se pelo regime de câmbio flutuante (ao menos entre as principais moedas do mundo), pelo alto grau de mobilidade de capitais e pela forma fiduciária da moeda internacional. Esse sistema que modela, por sua vez, algumas das características do sistema financeiro internacional, é um arranjo hierarquizado em torno de uma divisa-chave, nos termos de Prates (2002), “fiduciária, flexível e financeira”: o dólar estadunidense.

A partir dessa constatação, defende-se que o sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) atual é caracterizado por diversas assimetrias entre os países centrais e periféricos², que se manifestam em diversas esferas, sendo aquelas relevantes para os propósitos desse trabalho as seguintes: monetária, financeira e, como resultado das duas primeiras, macroeconômica (Prates, 2002). A posição das moedas na hierarquia monetária é importante para a compreensão dos dilemas enfrentados e do grau de autonomia econômica dos países, que diz respeito à capacidade de adoção de políticas econômicas voltadas ao alcance dos objetivos domésticos.

Especificamente, entre as particularidades dos países periféricos, destacam-se: um menor grau de autonomia econômica e uma maior volatilidade (potencial) de dois preços macroeconômicos chave, as taxas de câmbio e juros (De Conti, 2011). Complementarmente, a forma de inserção dos países no SMFI afeta outra dimensão pouco tratada na literatura: a soberania monetária. Esta dimensão, por sua vez, também exerce influência fundamental no grau de autonomia.

Dado que o conceito de soberania monetária não é unívoco, é proposta uma abordagem a partir da visão regulacionista. Desta forma, é possível identificar duas definições de soberania monetária, que serão detalhadas posteriormente. A primeira, em sentido jurídico, se refere à capacidade de cada Estado Nacional de emitir sua própria moeda e de impô-la dentro de suas fronteiras, definindo as leis para sua aceitação e seu uso em geral – realizar pagamentos, recolher impostos, denominar preços e contratos, etc. A segunda, em sentido econômico, refere-se à construção de um conjunto de instituições nacionais, que por meio de diferentes mecanismos, garantem a estabilidade das relações monetárias e das funções da moeda nacional, mantendo a convenção do seu uso.

Uma vez que o tema se enquadra numa linha de pesquisa em desenvolvimento, o objetivo do presente trabalho é contribuir, através de uma análise teórico-abstrata, com o estudo da relação entre a soberania monetária e as particularidades do SMFI pós Bretton Woods.

Para tanto, o trabalho consta com seis seções, além desta breve introdução. A segunda seção sintetiza as principais características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, ressaltando, em particular, sua dimensão hierárquica e assimétrica.

A terceira seção procura explicitar a hierarquia de moedas, como trabalhada por autores como Carneiro (1999), Prates (2002), Biancarelli (2007), De Conti (2011), De Conti *et al.* (2014). Entre tanto, essa abordagem foca nas relações monetárias em âmbito internacional. Portanto, acredita-se que incorporar na análise a interpretação das relações monetárias em âmbito doméstico realizada por Cohen (2014), que deu origem à visão da “pirâmide monetária”, é essencial para uma avaliação ampla que permita atingir o objetivo. Desta forma, são apresentadas, também, as características da “pirâmide monetária” (Cohen, 2014), e uma proposta de complementação com a abordagem da hierarquia de moedas.

A quarta seção debruça-se sobre a forma de inserção dos países periféricos nas finanças globais. Em outras palavras, apresentam-se os principais aspectos da assimetria financeira, e as

² Ao longo do presente trabalho, os termos “país (ou economia) em desenvolvimento” e “país (ou economia) desenvolvido”, serão utilizados, eventualmente, como sinônimos de “país periférico” e “país central” respectivamente. Sendo os termos “central” e “periférico” propostos originalmente por Prebisch (1949).

implicações no grau de autonomia política e na determinação e dinâmica de dois preços-chave das economias capitalistas, as taxas de câmbio e a de juros.

Posteriormente, a quinta seção apresenta o conceito de soberania monetária baseado na escola francesa, que avalia a moeda como uma instituição social. Uma abordagem preliminar da relação entre a hierarquia de moedas e a soberania monetária completa a seção.

Finalmente, o trabalho encerra-se com umas breves considerações finais.

2. Sistema monetário e financeiro pós Bretton Woods.

Em finais da década de 1960, diante do saldo negativo do balanço de pagamentos americano, em um contexto de aumento da inflação e crescente mobilidade de capitais, configurou-se o que Serrano (2002) denominou de “o dilema de Nixon”: o governo americano queria, simultaneamente, desvalorizar o dólar e não comprometer sua hegemonia como moeda-chave e denominador da riqueza mundial. Fracassada a tentativa de um acordo com os outros países para uma valorização de suas moedas frente ao dólar estadunidense, os Estados Unidos abandonam unilateralmente, em 1971, a conversibilidade dólar-ouro, transformando a moeda americana em uma moeda *fiduciária*, uma vez que desligada de qualquer âncora material³ (Serrano, 2002).

As inevitáveis pressões sobre o dólar se intensificaram e, em 1973, os Estados Unidos sofreram um novo ataque especulativo (o segundo, já que ocorrera um primeiro em 1971) contra sua moeda. Em função do seu desejo de desvalorizar o dólar, nesta oportunidade, os Estados Unidos permitiram a desvalorização cambial. Esse foi um evento determinante em relação ao sistema monetário internacional, marcando o início de uma nova era: a adoção de um regime de câmbio de taxas flexíveis e a ruptura definitiva do sistema acordado em Bretton Woods⁴ (Belluzzo, 1995).

O processo de reconfiguração do SMFI pode ser entendido, tomando emprestada a ideia de Susan Strange (1988), não só pelas decisões tomadas pelos atores centrais, senão também pelas suas omissões. De fato, foi uma decisão de “*não decidir*” sobre uma regulação do mercado de câmbio, adotando assim o regime de taxas flutuantes. Também não se decidiu sobre a implementação de novos controles e regras de ajuste nas finanças e fluxos financeiros. Tampouco se decidiu negociar com a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), absorvendo diretamente o impacto do aumento dos preços do petróleo, decidindo aqui também, *não decidir* sobre um possível resgate das instituições mais afetadas, atuando como prestamistas de última instância. As decisões e omissões refletem a mudança na natureza da hegemonia dos Estados Unidos, de produtivo - tecnológica para a financeira (Strange, 1988; Helleiner, 1994).

Os primeiros anos na era pós Bretton Woods caracterizaram-se, assim, pelo aumento dos desequilíbrios monetários e cambiais, pelo crescimento do circuito interbancário alimentado pelo excedente de petrodólares, e pela especulação em moedas que ameaçaria o papel do dólar como moeda de reserva internacional (Tavares, 1997). Em resposta, visando à reafirmação da hegemonia americana, os Estados Unidos adotaram políticas específicas tanto no plano geopolítico quanto no plano econômico, no que Tavares e Melin (1997) definiram como “diplomacia das armas” e “diplomacia do dólar”, respectivamente.

³ Como destacam Baer *et al.* (1995), uma das características da ordem monetária de Bretton Woods foi o estabelecimento do ouro como ativo de reserva, e sua vinculação mediante uma paridade fixa com o dólar estadunidense. O sistema ancorava-se em uma base material.

⁴ Vale mencionar que entre os anos 1945 e 1970 aproximadamente, vigorou a denominada *golden age of capitalism*, caracterizada pelo padrão de acumulação fordista, pela regulação doméstica da moeda e do crédito, e pelo sistema internacional e monetário acordado em Bretton Woods, que permitiu um crescimento e estabilidade econômica em âmbito mundial sem precedentes na história do capitalismo moderno (Helleiner, 1994). Para maiores detalhes da dinâmica que levou ao fim da *golden age*, ver, entre outros: para uma análise focando no padrão de acumulação, Brenner (2006); em relação ao sistema financeiro internacional Parboni (1981); a respeito do sistema financeiro doméstico dos Estados Unidos, Guttman (1994).

As iniciativas no plano geopolítico (“diplomacia das armas”), principalmente o aumento nas despesas de armamentos, tinham por objetivo desencorajar qualquer tipo de empreendimento e oposição dos adversários políticos⁵. Já a “diplomacia do dólar” teve início com a política do “dólar forte” implementada por Paul Volcker em 1979, quando este aumentou violentamente a taxa de juros interna forçando uma valorização da moeda, “*soldando os interesses do capital financeiro internacional, sob comando americano*” (Tavares, 1997, p. 37)⁶.

O papel do dólar como moeda-chave do SMFI que sucedeu Bretton Woods está ancorado na sua capacidade de cumprir três funções para o capital internacional: prover liquidez imediata em qualquer mercado; fornecer segurança ante a realização de operações de risco; e servir como unidade de conta da riqueza virtual, presente e futura. Desta forma, nesse novo contexto, o dólar não é mais “reserva de valor como um padrão monetário clássico. (...) [C]umpre, sobretudo, o papel mais importante de moeda *financeira* em um sistema desregulado” (Tavares e Melin, 1997, p. 64).

Desta forma, o regime de câmbio flutuante, o alto grau de mobilidade de capitais e a forma fiduciária da moeda internacional caracterizam um novo sistema monetário internacional - que define por sua vez a forma do sistema financeiro internacional - baseado em um padrão dólar “*flexível, financeiro e fiduciário*” (Prates, 2002).

Após a adoção do regime de câmbio flexível, gradualmente, a regulação doméstica da moeda e do crédito foi abandonada, fato que, somado ao alto grau de mobilidade de capitais, resultou em uma exacerbação da volatilidade de dois preços-chave das economias capitalistas, as taxas de câmbio e de juros, situação agravada pelas eventuais inconsistências entre os objetivos internos (rolagem da dívida pública, que sustenta a posição americana como devedor líquido do sistema) e externos (estabilidade dos mercados globais) dos Estados Unidos (Guttmann, 1994; Belluzzo, 1997).

A maior volatilidade e incerteza nos preços-chave americanos, são transmitidas aos demais países, marcando uma instabilidade intensa e uma incerteza estrutural. É nesse ambiente de instabilidade financeira internacional que acontecem a desregulamentação financeira e a proliferação de inovações financeiras⁷, dentre as quais a securitização e os derivativos financeiros, que conduzem ao que veio a ser chamado na literatura de “globalização financeira” (Belluzzo, 1995; Carneiro, 1999).

No que diz respeito ao processo de globalização financeira, Chesnais (1998) identifica três etapas. A primeira, compreendida entre 1960 e 1979, marcada pelo surgimento do Euromercado⁸ e dos centros financeiros *off-shore*, caracterizou-se por uma internacionalização financeira limitada e indireta. A segunda etapa, entre 1980 e 1985, foi marcada pelas políticas de desregulamentação e abertura adotadas, em princípio pelos Estados Unidos e pela Inglaterra, e posteriormente pelos demais países desenvolvidos. Finalmente, a terceira etapa inicia-se a partir de 1986 com a generalização dos

⁵ Essa “diplomacia” deve ser entendida no contexto da Guerra Fria que enfrentara, em linhas gerais, um bloque ocidental-capitalista, liderado pelos Estados Unidos, e um bloque oriental-comunista, liderado pela União Soviética, que vigorou entre o pós II Guerra Mundial até finais da década de 1980.

⁶ Vale destacar que a ideia de que a política do “dólar forte” foi concebida, em parte, para restaurar o poder hegemônico da moeda estadunidense em âmbito internacional e sua posição de padrão internacional, não é uma ideia consensual. À diferença de autores como Tavares (1997) e Belluzzo (1997), cujas ideias são aqui colocadas, alguns autores asseveram que essa política teve fins exclusivamente domésticos.

⁷ Cabe destacar que enquanto as inovações financeiras permitiram, por um lado, administrar os riscos, estabilizar e coordenar as expectativas dos agentes, por outro lado, aumentaram o espaço para a especulação e introduziram a possibilidade de novos riscos sistêmicos, uma vez que, embora a instabilidade decorra das taxas subjacentes, esses instrumentos podem potencializá-la e agravá-la. Para uma análise detalhada das características das inovações financeiras, dos comportamentos dos agentes e da dinâmica financeira em geral, ver Farhi (1998).

⁸ O denominado Euromercado é um mercado financeiro desregulado que surgiu, inicialmente, em função da necessidade de circulação dos fluxos em dólares das transações soviéticas e chinesas; depois, do êxodo e internacionalização dos bancos e empresas americanas, e finalmente, dos investimentos dos superávits dos países produtores de petróleo. O Euromercado era conveniente, para os Estados Unidos e principais países centrais, por diferentes razões: eliminava em parte o problema de esterilizar o excesso de liquidez em dólares; era um espaço de valorização dos lucros das corporações industriais; fortaleceu os bancos e possibilitou o reerguimento de Londres como centro financeiro internacional (Helleiner, 1994).

processos de securitização, expansão dos mercados de derivativos, desregulamentação das bolsas de valores e, por último, pela incorporação dos denominados “mercados emergentes”.

Paralelamente, e de forma correlacionada ao avanço da globalização financeira, ocorreram dois processos simultâneos e relacionados entre si: por um lado, o processo de transformação da lógica dos mercados, agora predominantemente especulativos; por outro lado, o processo de subordinação da acumulação produtiva em relação à acumulação financeira, conhecido como “financeirização” (Braga, 1993, 1997; Belluzzo, 1997).

No centro das transformações, encontra-se a “ascensão das finanças especulativas”, uma vez que as finanças internacionais passam a se desenvolver segundo uma lógica que *“não tem mais que uma relação indireta com o financiamento dos intercâmbios e dos investimentos na economia mundial. (...) a própria natureza do sistema transformou-se, já que este passou a ser dominado pela especulação”*⁹ (Plihon, 1995, pp. 62-63, grifos nossos).

Assim, emerge um novo padrão de gestão, denominado de “financeirização”, no qual a especulação toma caráter permanente ou sistêmico uma vez que *“está constituído por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de uma maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral”* (Braga, 1997, p. 196). Em definitivo: *“A dominância financeira – a financeirização – [é] expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo”* (Braga, 1993, p. 26).

A nova organização das finanças mundiais, caracterizada pelo predomínio dos mercados de capitais ou das finanças securitizadas, tornou a avaliação contínua dos estoques de riqueza, um fator primordial para o funcionamento dos mercados. Como explica Belluzzo (1995), a diferença do viés inflacionário do sistema de crédito, a nova forma de manutenção da riqueza financeira tem um viés deflacionista, pois a precificação dos riscos de iliquidez e de inadimplência dos devedores resultam em uma queda dos preços dos ativos.

Relacionado à necessidade de avaliação contínua, os mercados apresentam uma singular “obsessão pela liquidez”. Essa característica é consequência inescapável do seu próprio funcionamento, que depende de um conjunto de expectativas sobre a evolução futura dos preços em um marco de taxas de câmbio flutuantes e volatilidade das taxas de juros. Portanto, a pesar das estratégias de diversificação dos riscos, os agentes são contrários à iliquidez e a manter compromissos de longo prazo (Belluzzo, 1997).

No âmbito da dominância financeira frente à produtiva, na qual impera a lógica da especulação, os atores relevantes (Estados, instituições bancárias e não bancárias) veem acentuado seu papel como formadores de expectativas e convenções, gerando movimentos miméticos e comportamentos de manada¹⁰. Como resultado, a especulação não é estabilizadora¹¹ nem autocorretiva, portanto, a ruptura das convenções e a reversão das expectativas que sustentam a valorização financeira, provocam uma deflação dos ativos sobrevalorizados que pode gerar desequilíbrios patrimoniais, e em determinados casos, crise (Belluzzo e Coutinho, 1998). A

⁹ A definição tradicional foi dada por Kaldor (1939), entendendo especulação como o ato de compra (ou venda) de mercadorias com expectativa de revende-la (ou recomprá-la) em um futuro, motivado pela antecipação de uma mudança nos preços vigentes e não pelo uso, transformação ou transferência da mercadoria. A ênfase é colocada aqui nas expectativas sobre os preços. Já com o desenvolvimento dos mercados financeiros, principalmente dos denominados derivativos, Farhi (1999) oferece outra definição: “consideramos como especulação as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato” (p. 10).

¹⁰ Termo utilizado para descrever situações em que cada agente decide imitar a decisão dos outros agentes, supostamente melhor informados.

¹¹ Ao invés da afirmação colocada, Friedman (1974) argumentou que a especulação no mercado cambial seria estabilizadora. Segundo o autor, a especulação deve ser estabilizadora para ser lucrativa, dado que os especuladores comprem quando o preço está baixo e vendem quando o preço está alto, reduzindo, assim, a frequência e a amplitude das flutuações de preços. Para uma análise crítica, ver Hart e Kreps (1986).

alternância entre períodos de otimismo e de pessimismo está na base dos ciclos de liquidez internacional.

Em linhas gerais, esses ciclos envolvem uma fase de auge seguida de uma fase de crise. Usando a terminologia de Biancarelli (2007), cada ciclo de liquidez internacional constitui-se de uma “fase de cheia” ou ascendente, caracteriza pela abundante liquidez internacional, e de uma “fase de seca” ou descendente, marcada pela iliquidez global. Uma vez que os agentes alocam a riqueza em diversos instrumentos sob o imperativo de maximizar os rendimentos – em termos minskyanos, *money chasing yield* – e minimizar os riscos, a maior ou menor disponibilidade de liquidez mundial está intimamente relacionada com as expectativas da evolução futura dos preços. Em outras palavras, cada fase tem estreita relação com a lógica especulativa do processo de valorização financeira das massas de riqueza, e são pautadas pelo estado de convenção vigente.

Quando se assiste a uma fase altista de valorização de ativos e de expectativas positivas sobre sua evolução, os agentes apresentam uma menor aversão ao risco – em termos keynesianos, uma queda na preferência pela liquidez – com a conseguinte diversificação das carteiras assumindo posições cada vez mais arriscadas. Aplicando a perspectiva minskyana na análise dos ciclos de liquidez internacional, assumir posições mais ousadas implica um aumento da fragilidade financeira. Esse aumento da fragilidade financeira é um resultado endógeno da economia capitalista, pois decorre da busca dos interesses dos agentes, portanto, da lógica do sistema (*op.cit.*).

Eventualmente, a partir de um choque de expectativas negativas sobre as antecipações esperadas, a fragilidade transforma-se em crise. A fase de retração ou “de seca”, que pode se manifestar de múltiplas formas, caracteriza-se pela deflação dos ativos e pela iliquidez mundial. Porém, uma vez atingida a estabilidade do sistema (seja por políticas econômicas ativas, seja por restrições colocadas por diversas instituições, seja por uma reorganização dos mercados), o mesmo comportamento que gerou a crise, em um primeiro momento, leva a um novo ciclo de “expansões incoerentes e contrações desastrosas” (Minsky, 1994).

Diversos autores (Belluzzo, 1996; Tavares 1997; Carneiro, 1999; Prates, 2002. Biancarelli, 2007) apontam o papel decisivo das condições nas economias centrais, principalmente nos Estados Unidos, na orientação dos fluxos de capitais. Desta forma, além de outros fatores que influenciam a preferência pela liquidez dos investidores globais, como a taxa de crescimento da economia global, é principalmente a política monetária americana e, posteriormente, a dos demais países centrais, que pautam o ciclo global de liquidez, determinando o grau de (in)disponibilidade de financiamento nas economias periféricas. Nos termos de Ocampo (2001), o centro transforma-se em *business cycle makers* do SMFI, em contraste com os países periféricos, por sua vez, definidos como *business cycle takers*¹².

Essas características decorrem do caráter hierárquico e assimétrico do sistema monetário e financeiro internacional. Estas assimetrias são de caráter estrutural, determinadas historicamente, e condicionam a dinâmica econômica dos diferentes países, apresentando um caráter perverso para os países periféricos. As assimetrias em questão são de ordem monetária, financeira e macroeconômica (Prates, 2002). A seguir serão tratadas suas principais características.

3. Pirâmide monetária e hierarquia de moedas

3.i A pirâmide monetária de Cohen

Cohen (1994; 2008; 2009; 2014) é um dos principais autores que estudou as relações monetárias e financeiras no mundo contemporâneo. Tomando como referência o marco histórico da globalização,

¹² “Broadly speaking, the center generates the global shocks (in terms of economic activity, financial flows, commodity prices and the instability of the exchange rate of major currencies) to which developing countries must respond and adjust (...) Put succinctly, whereas the center economies – particularly the largest among them – are “business cycle makers”, the developing economies (the “periphery”) are “business cycle takers” (Ocampo, 2001, p. 10).

o autor destaca a crescente desterritorialização das moedas nacionais e a formação de uma dinâmica de concorrência entre elas. Nas suas palavras: “*com a globalização financeira vem o uso transnacional aumentado da moeda e da competição, diminuindo a importância do lugar na determinação de quem usa que moeda, quando e para que propósito*” (2014, p. 31).

O uso transnacional das moedas e a maior concorrência nos mercados mundiais teria modificado o panorama monetário internacional, tornando obsoleta a tradicional ideia de “uma Nação/uma moeda”, ou seja, o uso da moeda não estaria confinado aos limites territoriais dos Estados individuais. A este respeito, um ponto interessante na sua análise é a dialética estabelecida entre a internacionalização monetária (*currency internationalization*) de algumas poucas moedas, e a substituição monetária (*currency substitution*), condição de algumas moedas mais fracas.

O avanço e a consolidação das moedas mais fortes no plano internacional têm como contrapartida a substituição monetária no âmbito doméstico, total ou parcial, de algumas moedas que não gozam do beneplácito dos agentes internacionais para a realização de suas transações. A concorrência nos mercados mundiais configuraria uma pirâmide monetária “*estreita no alto, onde algumas moedas populares dominam, cada vez mais ampla embaixo, refletindo graus variados de inferioridade competitiva*” (Cohen, 2014, p. 144).

O autor propõe a estratificação das moedas em sete categorias distintas, correspondendo as primeiras quatro às moedas com distintos graus de internacionalização, enquanto as três últimas às moedas que são afetadas em algum grau pela substituição monetária.

Assim, entre as moedas de uso transnacional: *Moeda principal*, equivalente à moeda-chave – dólar estadunidense – universal e não limitada geograficamente; *Moeda Aristocrática*: logo abaixo da moeda principal, pouco menos dominante e disseminada, abrangendo o euro e o yen; *Moeda de Elite*: de uso internacional, mas de pouca influência além das próprias fronteiras nacionais, como a libra britânica, o franco suíço e o dólar canadense; *Moeda Plebeia*: de uso internacional limitado, mas que podem reter as funções tradicionais do dinheiro domesticamente, incluindo as moedas de pequenos países desenvolvidos como Austrália ou de renda média, como Coreia do Sul, e de exportadores de petróleo, como Kuwait e Arábia Saudita.

Já em relação às moedas nacionais que têm suas funções, parcial ou totalmente, ameaçadas no âmbito doméstico, ou seja, que sofrem uma substituição monetária, total ou parcial, distinguem-se em três categorias: *Moeda Permeada*, *Quase Moeda*, *Pseudo Moeda*.

A *moeda permeada* é uma moeda que não desempenha todas as suas funções clássicas – reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamento – e é substituída por uma moeda estrangeira em pelo menos uma dessas funções.

A *quase moeda* é uma categoria de moeda que não exerce quase nenhuma das suas funções, suplantada como reserva de valor e eventualmente como unidade de conta e meio de troca em âmbito doméstico.

Finalmente, a *pseudo moeda* é uma moeda que não possui nenhum dos atributos clássicos. Existindo apenas formalmente, este tipo de moeda não tem nenhum impacto econômico, como é o caso do dólar liberiano e o Balboa panamenho, por exemplo.

Embora não de forma unívoca, em linhas gerais, associa-se os países em desenvolvimento com a emissão de moedas não aceitas internacionalmente. Portanto, na visão de Cohen, os países periféricos apresentam sempre algum grau de substituição monetária.

A mais recente avaliação realizada pela literatura convencional sobre as particularidades que acarreia para os países periféricos a emissão de moedas não aceitas internacionalmente, implicou importantes avanços em termos teóricos e abriu novas linhas de pesquisa. Entre os fenômenos monetários, financeiros e cambiais mais recentemente destacados, podemos mencionar: o “medo a flutuar” (Calvo & Reinhart, 2000), as “paradas súbitas” (Calvo, 1998) dos fluxos de capitais, a absorção pro-cíclica dos capitais (Kaminsky, Reinhart, Vegh, 2004), e a dolarização dos passivos - *balance sheet effects*. Assim, duas frentes guiaram o debate: a intolerância ao endividamento (*debt*

intolerance), e a abordagem do “pecado original” (*original sin*) que tem, por sua vez, duas implicações principais: o *currency mismatch* e o *maturity mismatch* (Biancarelli, 2007).

O *currency mismatch* (descasamento de moedas) diz respeito ao endividamento em determinada moeda para financiar investimentos que têm como retorno outra moeda distinta. Por exemplo, endividar-se em dólares e ter um retorno em reais. Esse descasamento de moedas coloca pressão no sistema financeiro e produtivo, tanto pelo risco cambial inerente como pela necessidade de obtenção de divisas para honrar a dívida.

Já o *maturity mismatch* (descasamento de prazos) está relacionado à dificuldade de obter fundos de longo prazo para financiar projetos com o mesmo horizonte temporal. O descasamento de prazos então, se refere ao problema de enfrentar projetos de longa maturação com financiamento de curto prazo, sensível às variações da taxa de juros.

Entre os fatores frequentemente citados para entender a incapacidade dos países periféricos de emitirem dívida de longo prazo no mercado doméstico e/ou denominada em suas moedas nacionais no mercado internacional, podemos citar: falta de credibilidade na política econômica, inflação elevada e insuficiente disciplina fiscal; instabilidade política e instituições fracas; pouco desenvolvimento dos mercados financeiros (Jeanne, 2005; Corsetti e Mackowiak, 2005). As interpretações baseadas nesses fatores, tendem a “endogeneizar” o problema, isto é, vincular esse fenômeno a atitudes e dinâmicas dos próprios países afetados, como se fosse uma característica autodeterminada. Em outras palavras, essa perspectiva leva em conta parcialmente a competição internacional das moedas.

Embora não possa ser desconsiderado o papel e a importância da dinâmica interna, a visão “endogenista” negligencia o determinante fundamental do problema: a hierarquia do sistema monetário internacional. Por sua vez, os mesmos autores da hipótese do “pecado original”, sem se referirem explicitamente a essa hierarquia do sistema monetário, lançam uma luz sobre o assunto: “(...) *the original sin has as least as much to do with the structure and operation of the international financial system, as with the weakness of policies and institutions*” (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2005, p. 234). Por essa razão, são os países periféricos os que mais sofrem o “pecado original” pois suas moedas não são aceitas internacionalmente.

Assim, a corrente que avalia o “pecado original”, embora restrita à função de reserva de valor das moedas e limitada na consideração das causas do fenômeno, destaca um fato importante ao colocar que o descasamento de moedas e de prazos fragiliza a estrutura patrimonial dos agentes dos países que são “vítimas” desse pecado, incluindo seus Estados Nacionais. Frente a essas peculiaridades, os países apresentam diferentes graus na capacidade de fixar os preços-chave nos patamares desejados de acordo aos objetivos da política econômica adotada. Entretanto, é o arcabouço da hierarquia de moedas que tenta lidar com esses fenômenos e problemáticas de forma mais sistêmica, como apresentado a seguir.

3.ii A hierarquia de moedas

Segundo Prates (2002, 2013), os sistemas monetários internacionais ancorados em moedas-chave – isto é, todos que se sucederam na história desde o padrão libra-ouro – são hierárquicos. Ou seja, as moedas nacionais se posicionam hierarquicamente de acordo com sua capacidade – *grau* – de desempenhar as três funções da moeda (unidade de conta, meio de pagamento, reserva de valor),

em âmbito internacional, o que resulta em uma assimetria monetária¹³. Seguindo a distinção feita por Aglietta (1986), as moedas que são aceitas internacionalmente tornam-se divisas¹⁴.

A partir de uma exaustiva compilação de dados sobre o uso internacional das moedas no capitalismo contemporâneo, De Conti (2011) mostra que a hierarquia de moedas no SMFI contemporâneo apresenta a seguinte configuração: no topo da hierarquia, a moeda-chave – *dólar* estadunidense – que é amplamente aceita e balizadora do sistema; abaixo, um conjunto de moedas *centrais*, abrangendo, entre outras, o euro¹⁵ e o franco suíço, que também são aceitas internacionalmente, se bem que de forma secundária; por último, as *moedas periféricas*, como o peso argentino ou o real brasileiro, que não exercem nenhuma de suas funções em âmbito internacional. Vale destacar que esta distinção trata sobre a hierarquia em âmbito internacional.

Cohen (2014) afirma que o grau em que uma moeda se torna divisa é resultado da competição internacional de moedas nos diferentes mercados globais, portanto, teria estreita relação com a dinâmica das forças que operam tanto do lado da oferta das moedas como do lado da demanda. Entretanto, compartilha-se aqui a visão de autores como Belluzzo (1997) e De Conti (2011), que ressaltam que nessa competição internacional, o “lado da oferta” tem um maior peso na determinação do uso internacional das moedas. Relativizando o poder do “lado da demanda” nessa determinação, De Conti (2011, p. 51) salienta que “os agentes têm liberdade na escolha entre as diversas moedas enquanto ativos internacionais, mas não das moedas enquanto moedas internacionais”. Assim, não são os atores que atuam no lado da demanda de moedas que determinam a hierarquia de moedas, é a hierarquia monetária que determina as possíveis escolhas, que são sancionadas em maior ou menor medida, pela demanda.

Pelo lado da oferta, encontram-se os Estados Nacionais, os quais teriam um poder para preservar as funções da moeda nacional em âmbito doméstico (e para sua eventual internacionalização), relacionado com o que Helleiner (1994) denominou de *structural powers* (i.e. tamanho da economia do país, presença de instituições fortes dentro do país). Devemos acrescentar também, complementado os pontos supramencionados, o poder geopolítico e a vontade política de integração (De Conti, 2011).

Já pelo lado da demanda, encontram-se diferentes atores internacionais como: outros Estados Nacionais, instituições supranacionais (Fundo Monetário Internacional – FMI –, Banco Mundial – BM –), bancos internacionais, grandes investidores internacionais, grandes empresas e até as agências de *rating* como *players* fundamentais nas relações monetárias internacionais.

Continuando com a análise feita por De Conti (2011) relacionada aos *structural powers*, são destacadas as seguintes características. O tamanho da economia gera externalidades positivas associadas às economias de rede e de escala. A primeira tem em parte um caráter convencional, pelo menos quanto à “conformidade pela conformidade” definida por Dequech (2003), e a segunda fomenta a redução dos custos¹⁶. Por outro lado, existe uma relação direta entre o volume

¹³ A rigor, Prates (2002) assim como Carneiro (1999), entre outros, utilizam o termo de moedas “convertíveis” ou “inconvertíveis” no sentido de salientar o grau em que as diferentes moedas cumprem suas funções no âmbito internacional. Porém, esses termos também são utilizados por autores como Arida (2003) e Bacha (2003) com outro significado. Estes últimos utilizam os termos para destacar uma dimensão jurídica: a capacidade de trocar uma moeda por uma divisa à taxa de câmbio vigente e sem maiores restrições por parte do governo. Para evitar confusões, com o mesmo sentido que os autores Prates (2002) e Carneiro (1999), será utilizado o conceito de divisa de Aglietta (1986). Ou seja, uma moeda que cumpre suas funções em âmbito internacional é uma divisa.

¹⁴ Para uma análise mais profunda, ver Rossi (2008).

¹⁵ Mais precisamente, De Conti (2011) considera que o euro se diferencia das outras moedas centrais, mas sem atingir o *status* da moeda-chave. Aqui, em linha com Carneiro (2002) e Prates (2002), não será realizada essa distinção, sem afetar a análise.

¹⁶ Em uma economia de rede, quanto maior o número de atores em um determinado mercado que utilizam uma determinada moeda, maior o estímulo a que novos atores adotem a mesma moeda, já que facilita os intercâmbios e reduz a incerteza. Esse tipo de comportamento tem um caráter convencional, como definido por Dequech (2003), pois os agentes da economia agem coordenadamente aceitando uma mesma moeda, uma vez que cada um deles pressupõe ou espera que essa moeda seja aceita por outros indivíduos.

transacionado com o resto do mundo e o tamanho da economia. A solidez das instituições - entendidas como regras socialmente compartilhadas - e dos mercados favorece a transmissão de informação, organização da concorrência e respeito aos direitos. O poder geopolítico, por sua vez, refere-se claramente às relações de poder e à capacidade de imposição de condições e preferências, que pode afetar a hierarquia de forma passiva, por meio da confiança que inspira, ou ativa, pelo poder de coerção. Finalmente - mas não menos importante -, o denominado voluntarismo político, ou seja, os esforços (ou não) de políticas orientadas à ampliação/redução do uso da moeda em âmbito internacional.

A estratificação monetária e o panorama monetário internacional dependem, então, tanto do comportamento do mercado, como das autoridades políticas, em um processo contínuo, no qual a governança não é uma questão do Estado *versus* a sociedade, mas sim do Estado *interagindo com* a sociedade nos diversos espaços criados pela concorrência e pelo uso transnacional das moedas.

Vale ressaltar que a moeda-chave no SMFI atual, por seu caráter financeiro e fiduciário, e como denominador da riqueza mundial, é considerada pelos agentes um “porto seguro”¹⁷. Desta forma, o uso estendido da moeda americana no plano internacional, determina sua liquidez internacional, entendendo a liquidez no âmbito internacional como a capacidade de transformar um ativo em um meio de pagamento nesse plano, rapidamente e sem perda de valor. Portanto, a moeda do país hegemônico principalmente, mas também as moedas dos demais países centrais, possuem “liquidez de divisa”, pois já representam um meio de pagamento internacional. Por sua vez, as moedas dos países periféricos, que não são demandadas para seu uso internacional, são ilíquidas internacionalmente, ou, não apresentam “liquidez de divisa” (De Conti, 2011; De Conti *et al.* 2014).

Essa liquidez ou iliquidez das moedas em âmbito internacional é essencial para compreender de forma ampla e sistêmica as problemáticas em relação à volatilidade das taxas de câmbio e juros, e da menor autonomia econômica dos países periféricos. Ainda mais, dadas as semelhanças e divergências entre a abordagem da hierarquia de moedas e da pirâmide monetária, acredita-se que uma proposta de complementação entre as duas visões pode ser enriquecedora, sobretudo, para entender a relação entre o papel desempenhado pela moeda e a soberania monetária, como proposto nas seguintes seções.

Em relação às semelhanças, um ponto central é o caráter inerentemente hierárquico do sistema monetário internacional, peculiaridade que não se restringe ao sistema atual. Também é compartilhada a representação de uma moeda dominante (a moeda-chave ou principal, o dólar estadunidense) a partir da qual as outras moedas posicionam-se representando distintos graus de aceitação em âmbito internacional. As duas abordagens compartilham, finalmente, a visão de que a hierarquia do sistema monetário tem implicações adversas para os países emissores de moedas não aceitas internacionalmente.

Quanto às diferenças, Cohen (2014) não contempla em sua estratificação uma categoria intermediária, entre a internacionalização e a substituição monetária, se bem que a moeda *plebeia* se aproxima dessa categoria, pois “*atraem pouco uso transnacional, exceto talvez para alguma quantidade de faturamento comercial (...) No máximo, a extensão do seu domínio preponderante é definida em termos essencialmente domésticos*” (Cohen, 2014, p. 148). Ou seja, segundo Cohen (2014), as moedas ou são aceitas em maior ou menor medida, internacionalmente, ou, sofrem em algum grau, de substituição monetária.

¹⁷ “O capital vagabundo conta, nos Estados Unidos, com um mercado amplo e profundo, onde imagina poder descansar das aventuras em praças exóticas. A existência de um volume respeitável de papéis do governo americano, reputados por seu baixo risco e excelente liquidez, tem permitido que a reversão dos episódios especulativos, com ações, imóveis ou ativos estrangeiros, seja amortecida por um movimento compensatório no preço dos títulos públicos americanos. Os títulos da dívida pública americana são vistos, portanto, como um refúgio seguro nos momentos em que a confiança dos investidores globais é abalada. Isto significa que o fortalecimento da função de reserva universal de valor, exercida pelo dólar, decorre fundamentalmente das características já aludidas de seu mercado financeiro e do papel crucial desempenhado pelo Estado americano como prestamista e devedor de última instância” (Belluzzo, 1997, pp. 187-88).

Já na distinção apresentada pelos autores Carneiro (1999), Prates (2002) e De Conti (2011) na abordagem da hierarquia de moedas, embora a análise seja focada nas moedas em âmbito internacional, reconhecem entre as moedas periféricas, moedas que não são aceitas internacionalmente, mas cumprem suas funções domesticamente (e.g. o real brasileiro) sem serem ameaçadas por uma moeda melhor posicionada. Integrando as visões, conclui-se que todas as moedas que sofrem algum grau de substituição monetária são moedas periféricas, enquanto o inverso não é verdade.

A presente proposta de complementação permite extrair uma conclusão: as implicações negativas para os países com moedas não aceitas internacionalmente são agravados na presença da substituição monetária. Para compreender melhor o alcance dessas implicações é preciso avaliar as características e consequências da inserção assimétrica dos países periféricos no sistema financeiro internacional, apresentadas a seguir.

4. A inserção dos países periféricos nas finanças globais e principais consequências

4.i A assimetria financeira

Como justificativa do processo de globalização financeira, a literatura *mainstream* defende que uma maior abertura financeira melhora a diversificação dos riscos, permite um melhor acesso a fundos internacionais para o financiamento dos desequilíbrios do balanço de pagamentos e facilita investimentos para o desenvolvimento, ao passo que disciplina a política econômica (Obstfeld & Taylor, 2004).

O raciocínio subjacente é o mesmo presente nos modelos neoclássicos das trocas internacionais, mas aplicado aos movimentos internacionais de capital. Como resume Biancarelli (2007, p. 13) “*o capital abundante nos países desenvolvidos, desde que desimpedido, tende a se deslocar às melhores oportunidades de investimento e às mais elevadas taxas de remuneração das economias com escassez relativa de recursos para financiar a inversão*”.

Contudo, essa visão negligencia – como visto na segunda seção – o fato de que a lógica especulativa permeia, em maior ou menor medida, todos os agentes responsáveis pela orientação dos fluxos de capitais no contexto da globalização financeira. Portanto, estes fluxos são intrinsecamente voláteis, tanto os de curto quanto os de longo prazo. Ainda mais, descuida, também, o caráter assimétrico do sistema monetário internacional – como visto na terceira seção.

As moedas periféricas e os ativos nelas denominados são demandadas por seu alto rendimento (sobretudo nos momentos de valorização das moedas). Entretanto, a demanda dos agentes impelidos pela busca do melhor retorno, respeitando o *trade off* “rendimento/liquidez” (Hicks, 1962), é particularmente ligada aos ciclos ascendentes e descendentes de liquidez global, ou seja, às fases de menor e maior preferência pela liquidez, respectivamente.

Na fase ascendente do ciclo, quando há uma menor preferência pela liquidez (ou um maior “apetite pelo risco”) e os agentes assumem posições mais arriscadas e menos líquidas em busca de rendimentos maiores, os fatores domésticos são importantes para a atração de capitais. Mas, nos momentos de aversão ao risco e aumento da preferência pela liquidez, a venda das posições e a saída de capitais no processo de “fuga para a qualidade” independe dos fatores internos dos países emissores de moedas periféricas.

Dadas essas características, o modo de inserção dos países periféricos no sistema financeiro global tem dois traços particulares. Por um lado, uma inserção marginal nos fluxos globais de capitais, embora de vital importância para os países receptores e, por outro lado, o determinante exógeno dos fluxos de capitais, que respondem principalmente às políticas dos países centrais (Prates, 2002). Como sintetizam De Conti, Biancarelli e Rossi (2013, p. 15): “*the level and conditions by which the private capital is available to peripheral countries are set by processes beyond their control, or even*

their influence. (...) peripheral countries are much more victims than protagonists in international cycles dynamics”.

Consequentemente, as assimetrias monetária e financeira resultam em assimetria macroeconômica, a qual diz respeito aos graus de autonomia de política econômica e à maior volatilidade (potencial) das taxas de câmbio e juros (Ocampo, 2001; Prates, 2002)¹⁸.

4.ii Autonomia econômica e preços macroeconômicos

Segundo explica Ocampo (2001), os países centrais, em função da posição de *business cycle makers*, provocam diversos *shocks* na economia mundial (e.g. atividade econômica, fluxos financeiros, preços das commodities, entre outros) aos quais os países periféricos devem se adaptar, configurando seu caráter de *business cycle takers*. Em estreita relação, o centro tem uma maior capacidade de implementar políticas econômicas voltadas ao atendimento de objetivos domésticos, ou seja, uma maior autonomia econômica, sendo “*policy makers*”. Em contrapartida, os países com moedas periféricas são “*policy takers*”. A raiz dessa diferença deve ser encontrada no fato de que as moedas centrais são aceitas internacionalmente, pois isso permite-lhes sofrer em menor medida as externalidades geradas por outros países e adotar políticas monetárias que visem administrar os ciclos econômicos domésticos.

O maior grau de autonomia econômica corresponde ao país emissor da moeda-chave, os Estados Unidos, é mais limitado para o resto dos países centrais, e mais estreito nos países com moedas periféricas, agravado, particularmente, nos países afetados pela substituição monetária. Por sua vez, a instabilidade intrínseca do SMFI tem impactos ainda mais adversos sobre os países periféricos, pois apresentam uma maior volatilidade potencial dos preços-chave, com destaque para a taxa de câmbio e a taxa de juros, em função de suas peculiaridades.

Em relação à taxa de câmbio, Schulmeister (1988) aporta uma luz sobre a relação entre as flutuações da taxa de câmbio e as operações especulativas efetuadas por diversos agentes, principalmente grandes bancos internacionais, nos mercados cambiais. Segundo o autor, as decisões desses agentes em relação à alocação de seus portfólios são realizadas com base em expectativas, tanto de curto como de longo prazo, sobre o desenvolvimento das economias e as possibilidades de auferir lucros. Nessa mesma linha, Harvey (1999; 2001) destaca que as expectativas dos agentes podem ser muito mutáveis como resultado da incerteza sobre o futuro, da natureza especulativa dos agentes internacionais na procura de lucros extraordinários, e da ausência de uma âncora no sistema que balize seu comportamento.

Dada a capacidade de movimentar um grande volume de riqueza financeira na busca de seus objetivos, as operações financeiras dos agentes mais importantes podem acabar ampliando seus efeitos – volatilidade – por meio do comportamento mimético dos outros agentes, provocando o já mencionado comportamento de manada e operações de “cash-in”¹⁹ (Schulmeister, 1988)²⁰. Em suma, “*as expectativas são voláteis, então as ações são voláteis, portanto as variáveis econômicas são voláteis*” (Harvey, 1999. p.69). Entretanto, há ainda uma peculiaridade que determina os movimentos da taxa de câmbio para os países em desenvolvimento: sua inserção assimétrica no sistema monetário e financeiro global.

Segundo sugerem De Conti, Biancarelli e Rossi (2013), considerando a hierarquia de moedas no plano internacional, o mercado para ativos denominados em moedas periféricas, em função da

¹⁸ O conceito de assimetria macroeconômica foi originalmente introduzido em Ocampo (2001), mas foi caracterizado e incorporado no arcabouço da hierarquia de moedas em Prates (2002).

¹⁹ A operação de “cash in” refere-se à ação de liquidar ativos monetários transformando-os em meios de pagamento, dinheiro (Merval, 2014).

²⁰ Para o autor, “*the most detrimental effect of currency speculation is not the redistribution of income from the ‘real’ sector to the ‘financial’ sector but rather the destabilization of exchange rate and consequently of international economic relations*” (Schulmeister, 1988, p. 364).

incapacidade destas de liquidar contratos nesse plano, é menos líquido e apresenta um maior risco associado. Portanto, as taxas de câmbio tendem a ser mais voláteis.

Outro elemento determinante, como mencionado, é a forma de inserção nas finanças globais e o momento do ciclo de liquidez internacional. Nos momentos de reversão do ciclo, de aumento da preferência pela liquidez ou simples modificação nas expectativas, ocorre, de forma generalizada, uma mudança na composição dos portfólios dos agentes que, para evitar possíveis perdas, se livram dos ativos menos líquidos e passam a se posicionar nos ativos denominados nas principais moedas, de maior liquidez. Assim, as posições financeiras denominadas em moedas periféricas são as primeiras em serem desarmadas, resultando em uma (potencial) maior instabilidade cambial. Inclusive, eventos com impacto marginal no âmbito global, podem ter efeitos significativos nas taxas de câmbio dos países em desenvolvimento.

Por outra parte, como destaca Carneiro (2007), ao não contar com uma entrada de capitais mais estáveis e permanentes, diferentemente dos países centrais, não há um teto para a desvalorização cambial. Assim, em um ambiente de abertura financeira, caso em que a taxa de juros seja colocada debaixo de certo patamar, com um limite último na taxa de juros básica internacional, há uma iminente fuga de capitais, não só de capitais externos como também dos residentes.

Finalmente, Rossi (2012; 2016) ressalta a importância de um dos principais mecanismos de transmissão entre o ciclo de liquidez e a taxa de câmbio: as operações de *carry trade*. Segundo o autor, o *carry trade* é um investimento que compreende duas moedas, com a formação de passivos (posições vendidas) nas moedas com baixas taxas de juros e, em contrapartida, formação de ativos (posições compradas) em moedas com taxas de juros mais elevadas. Esse tipo de estratégias implica um investimento alavancado e um descasamento de moedas, que lhe confere à operação um caráter especulativo e instável, pois sustenta-se nas expectativas das taxas de juros de duas moedas e na estabilidade (ou numa variação favorável) das taxas de câmbio. Nos momentos de maior preferência pela liquidez, a apreciação dos passivos e depreciação dos ativos, leva os agentes a reverter rapidamente suas posições, o que gera uma rápida depreciação da moeda alvo do *carry trade* em relação à moeda de financiamento.

No entanto, o patamar geralmente mais elevado da taxa de juros nos países periféricos em relação aos países centrais, além de ser uma estratégia para captar e manter capitais financeiros, responde à forma em que esse preço-chave é configurado.

A esse respeito, a teoria da paridade descoberta da taxa de juros (UIP)²¹ fornece uma interessante interpretação sobre os fatores que determinam o nível da taxa de juros. Nessa visão, a taxa de juros de um país (i) está conformada por: a taxa de juros do país central (i^*); um diferencial pelos riscos (político, de mercado, etc.), genericamente denominado “risco-país” (RP); a variação esperada da taxa de câmbio (VC).

Porém, segundo De Conti (2011), em uma economia globalizada, entender de maneira satisfatória a configuração da taxa de juros dos países periféricos requer levar em conta a hierarquia monetária e suas implicações sobre a liquidez internacional das distintas moedas, aspectos negligenciados pela teoria da UIP. Portanto, o diferencial de taxas de juros representa, também, um prêmio pela iliquidez²² internacional da moeda que denomina os ativos financeiros. O autor, assim, a partir dos termos elencados pela UIP e incorporando a noção de iliquidez²³ em um contexto de

²¹ Em inglês: *uncovered interest parity*. Segundo essa teoria, a taxa de juros de um país é a soma da taxa de juros básica da economia mundial, dos riscos subjacentes à posse de um título emitido pelo país em questão, que podem ser englobados no termo denominado “risco-país”, e a variação cambial esperada da moeda que denomina os ativos financeiros (Blanchard, 2008)

²² Para uma análise mais detalhada sobre os diferentes prêmios de iliquidez, ver De Conti (2011) e De Conti *et al.* (2014).

²³ Vale mencionar que o autor não assume que a taxa de juros de um determinado país responde à soma dos fatores elencados pela UIP, mais um prêmio pela iliquidez das moedas, já que podem existir diversos outros fatores (e.g. grau de abertura da conta financeira, *lobby* do sistema financeiro, fatores políticos, etc.) na determinação da taxa de juros. A intenção é salientar que não pode ser negligenciado o papel da inserção no SMFI na determinação da taxa de juros.

finanças globalizadas, distingue “risco” de “liquidez”, e diferencia os fatores estruturais, conjunturais, endógenos e exógenos.

A partir de uma concepção keynesiana em que a taxa de juros representa o prêmio pela iliquidez de um ativo, a taxa de juros do país central (i^*) que é definida independentemente de outras taxas, pode ser entendida como um prêmio pela iliquidez na dimensão doméstica, com a *preferência pela liquidez de moeda* como fator determinante. No plano internacional, os países devem pagar um prêmio pela iliquidez (PI) dos ativos denominados em moeda ilíquidas. Assim como no plano doméstico, aqui o prêmio a ser pago está relacionado com a preferência pela liquidez, pero neste caso, *preferência pela liquidez de divisa*. Estes prêmios se relacionam com a impossibilidade de mesurar estatisticamente acontecimentos futuros, ou seja, com a incerteza, e são essencialmente exógenos aos países. Adicionalmente, têm caráter estrutural, pois refletem a hierarquia monetária (De Conti *et al.*, 2014).

Por outro lado, o risco país (RP) pode ser desagregado em risco político – mudanças normativas, risco de *default*, etc. – e risco de mercado – incluindo risco cambial e a variação da taxa de juros –. Distintamente dos fatores anteriores, os riscos são passíveis, com maior ou menor precisão, de medição, e incluem fatores tanto exógenos – hierarquia monetária e a maior volatilidade cambial – quanto endógenos – liquidez dos mercados (*op.cit.*)

Desta forma, a taxa de juro dos países periféricos é determinada por diversos fatores, entre os quais: por um lado, por fatores exógenos e de natureza estrutural, portanto, mais instáveis sendo que dependem das condições internacionais, como a aversão ao risco ou as políticas dos países centrais; por outro lado, por elementos endógenos relacionados às condições macroeconômicas domésticas, logo, relativamente mais estáveis, embora também sejam afetadas pelas condições externas. À luz desta análise, então, uma vez que as moedas periféricas não são aceitas internacionalmente, a taxa de juros do país que a emite tende a apresentar uma taxa mais elevada quando comparada aos países com moedas melhor posicionadas, refletindo os diferentes prêmios de risco, ao passo que seus fatores determinantes geram uma maior volatilidade.

As particularidades até aqui tratadas, cujo determinando último deve ser encontrado na hierarquia de moedas num ambiente de finanças globalizadas, afeta outra importante dimensão pouco tratada na literatura: a soberania monetária. Como salienta Cohen (2014, p. 49) “quando as barreiras monetárias caíram e os mercados financeiros se expandiram pelo globo (...), a soberania monetária tornou-se cada vez mais difusa e permeável”, aspecto que será tratado na próxima seção.

5. Soberania monetária: uma aproximação regulacionista²⁴

Embora seja um termo utilizado frequentemente na literatura econômica, não existe uma única e inequívoca aceção sobre o conceito de “soberania monetária”. A este respeito, Zimmermann (2013, p. 802) lembra que “*the concept of monetary sovereignty was originally elaborated by loyal legal writers in an attempt to integrate the already well-established exercise of internal monetary sovereignty by absolutist monarchs into a coherent legal framework. (...) The concept was originally developed to provide justification ex post to the exercise of state power in the monetary realm*”.

Depreende-se dessa citação que o conceito de soberania monetária foi originalmente associado à capacidade e ao poder de um Estado de emitir sua moeda. Com base nessa visão, sustenta-se a teoria *cartalista*²⁵ sobre a moeda. Contudo, matizando essa teoria, Dequech (2014, p. 271) destaca que “*only*

²⁴ A presente seção está baseada em um recorte arbitrário da teoria da moeda e do conceito de soberania monetária na abordagem regulacionista. As relações lógicas, os desdobramentos e as implicações do raciocínio da escola francesa nestes assuntos são muito mais ricas e amplas do que aqui apresentado. Acredita-se que este tema, a soberania monetária, seja um tema de pesquisa de fronteira, portanto, a intenção é, simplesmente, colocar uma primeira aproximação. Avanços sobre a interpretação da soberania monetária no mundo contemporânea e sua relação com as diferentes estruturas monetárias e financeiras, assimétricas e hierárquicas, ainda estão por ser realizados.

²⁵ A abordagem *cartalista* define a moeda como uma “criatura do Estado”: a moeda é criada a partir da capacidade do Estado de designar uma unidade de conta e de determinar o meio de pagamento para a economia, em função da unidade

extreme state theorists of money would treat money as an instrument that the state can freely impose on others and manipulate”.

Portanto, mesmo que essa capacidade seja constitutiva e fundamental para a soberania monetária, entende-se neste trabalho que partir de um conceito que leve em conta as diferentes relações – econômicas, políticas e sociais – que estão por trás do poder do Estado e da capacidade de emitir dinheiro é mais pertinente. Pretende-se, então, abordar o conceito a partir de outra visão que considera a moeda como uma convenção social. Serão brevemente apresentados, então, alguns aspectos da teoria da moeda na abordagem regulacionista e, a partir desta, o conceito de soberania monetária.

5.i A moeda como uma convenção e a soberania como uma construção

A teoria regulacionista entende que a moeda é um fenômeno social com duplo caráter: expressão de laços sociais e veículo de apropriação privada.

Como sugerem os trabalhos de Aglietta e Orléan (1998; 2002), a origem desse fenômeno deve ser buscada na função de reserva de riqueza, função que é garantida por sua vez, pela aceitabilidade generalizada da moeda, alcançada sem qualquer intervenção ou intermediação do Estado. Entretanto, o acordo implícito entre os agentes é possível pela natureza auto-referencial da moeda, por meio do mimetismo nas escolhas.

Para desenvolver melhor o raciocínio, tem-se como ponto inicial a incerteza, uma vez que é a falta de conhecimento sobre o resultado das decisões individuais em uma economia mercantil²⁶, desprovida de laços sociais que possam dar algum tipo de “certeza” (e.g. solidariedade), que leva os agentes a procurarem algum tipo de “proteção” frente à insegurança. Segundo os autores, dado que inexisteste neste contexto a proteção do Estado, tal proteção é procurada em um objeto que seja aceito por todos os outros participantes do mercado. Esse objeto de desejo é representado pela “riqueza”²⁷, definida, por sua vez, como “aquilo que permite a proteção contra a incerteza mercantil”²⁸ (Aglietta e Orléan, 2002, p. 38) e que “respeita a lógica do anonimato e da livre transferência de posses” (*op.cit.*, p. 66).

Desta forma, como resultado da busca dos agentes por proteção, dado o estado de incerteza, a “riqueza” torna-se uma instituição social, torna-se moeda²⁹, após o reconhecimento social que implica aceitação generalizada. Reconhecida socialmente é que a moeda se transforma em um instrumento econômico que possui diversas funções e funcionalidades³⁰ (Aglietta e Orléan, 2002).

de conta estabelecida. Vale reconhecer que essa teoria realizou avanços significativos no que diz respeito, principalmente – mas não apenas –, às relações monetárias, que permitem entender diversos aspectos da realidade nessa área. Contudo, aqui se pretende simplesmente ressaltar a interpretação dessa abordagem sobre o surgimento da moeda, sem entrar em outras considerações ou desdobramentos. Para o trabalho seminal da teoria, ver Lerner (1947). Para uma análise detalhada, ver Aggio e Rocha (2009).

²⁶ Esse tipo de economia é caracterizado pela presença de agentes individuais e independentes, regulados pela lei de escassez que origina uma organização social na qual cada agente subsiste unicamente por sua capacidade de adquirir objetos, sem qualquer tipo de laços sociais que garanta a subsistência individual (Aglietta e Orléan, 2002).

²⁷ De acordo com Aggio (2008), os autores Aglietta e Orléan (2002) comparam sua categoria de “riqueza” com o que Keynes denominou de moeda, pois a “riqueza” é o objeto de desejo dos agentes pelo qual estão sempre aptos a alienar o que possuem. Assim, a “riqueza” “cristaliza a ambivalência da sociedade: ao mesmo tempo em que é o elemento que possibilita a organização dos agentes, a sua posse os liberta da necessidade de laços sociais de proteção” (Aggio, 2008, p. 43).

²⁸ “(...) est définie comme ce qui permet de se protéger de l’incertitude marchande” (Aglietta e Orléan, 2002).

²⁹ Aglietta e Orléan (2002) utilizam um modelo “de trocas simples dois a dois, não-histórico com uma temporalidade lógica” para estudar o processo de formação da “riqueza” e sua transformação em moeda. Resumidamente, a necessidade de proteção dos agentes contra a incerteza (e a “violência” oriunda da rivalidade de agentes isolados) define uma forma de “riqueza” que permite certa coesão social, diminui a incerteza, e se torna uma referência e linguagem comum na sociedade, nesse ponto de reconhecimento e legitimidade social, a “riqueza” se transforma em moeda. Uma avaliação mais detalhada do modelo pode ser encontrada em Aggio (2008).

³⁰ Para uma análise detalhada sobre as funções e funcionalidades de moeda, ver Théret (2008).

A gênese da moeda, entendida como uma dinâmica de “eleição e exclusão”, ocorre a partir de um processo no qual cada agente imita a escolhas dos outros, conferindo à moeda seu caráter auto-referencial. Nesta construção, quando um agente explicita a demanda por uma mercadoria, afeta a percepção que os demais agentes têm sobre essa mercadoria em particular, os quais passam a desejar o objeto demandado pelos outros agentes. Nas palavras dos autores, “*o mimetismo se impõe, assim, como comportamento fundamental. (...) [É] moeda aquilo que todo mundo considera que seja moeda*”³¹ (Aglietta e Orléan, 2002, p. 77 - 85).

O fato da escolha do objeto que funciona como moeda não responder a nenhuma característica particular diz respeito a uma *arbitrariedade*, ao passo que a imitação revela a “conformidade pela conformidade” dos agentes. Essas duas características configuram o uso da moeda como uma convenção, nos termos definidos por Dequech (2003). Em relação a isso, Dequech (2014, p. 270) afirma: “*we should conclude that money, its acceptability is ultimately a convention: someone accepts money ultimately because others are also expected to accept it; and there are alternatives to the thing currently being used as money*”.

Em contrapartida, na interpretação de Aglietta e Orléan (1998), a soberania é uma construção histórica e se refere a uma instituição com autoridade reconhecida socialmente, ancorada na confiança dos indivíduos. Portanto, considerando essas interpretações da moeda e da soberania, de acordo com esses autores, a *soberania monetária* no mundo contemporâneo é detida pelo Banco Central de cada país, desde que garanta a estabilidade das relações monetárias, seja definindo as regras de uso do dinheiro, seja atuando como prestamista de última instância.

Embora, em um primeiro momento, a teoria regulacionista da moeda defendesse a ausência do Estado no processo de seleção da forma riqueza, e que nenhum agente individual detém poder suficiente para indicar um objeto como preferível para tomar a forma moeda, essa posição foi matizada em trabalhos mais recentes de um dos principais referentes dessa linha de pensamento. Segundo Orléan (2008), o Estado é um ator essencial na definição e na legitimação do que é moeda³² e, em definitivo, na manutenção da convenção no uso da moeda.

Em conformidade com essa interpretação, mas ampliando o conceito, entende-se que a soberania monetária não é simplesmente a capacidade de emitir moeda, embora constitua sua característica primordial, mas a construção de um conjunto de instituições nacionais que garantem a estabilidade das relações monetárias e financeiras e atuam em prol de salvaguardar as funções da moeda nacional.

Propõe-se, então, a soberania monetária definida por duas dimensões: uma jurídica e uma econômica.

A soberania monetária em sentido jurídico se refere à capacidade de cada Estado Nacional de emitir sua própria moeda e de impô-la dentro de suas fronteiras, definindo as leis para sua aceitação e seu uso em geral – realizar pagamentos, recolher impostos, denominar preços e contratos, etc. Este sentido de soberania monetária adota a teoria *cartalista*, mas não implica que a capacidade do Estado de emitir e impor a moeda seja suficiente para criar ou preservar a convenção na aceitabilidade da moeda.

³¹ “Le mimetisme s’impose ainsi comme comportement fondamental. (...) est monnaie, ce que tout le monde considèrè être monnaie” (Aglietta e Orléan, 2002, p.77).

³² “O Estado, não pode ficar indiferente à questão monetária. Além disso, o Estado se impõe como um ator essencial no processo de unanimidade monetária. Existe entre a moeda e o Estado uma convivência objetiva: promover a unidade do corpo social e sua legitimação” – “*l’État ne peut rester indifférent à la question monétaire. Aussi l’État s’impose-t-il comme un acteur essentiel Du processus d’unanimité monétaire. Il existe entre la monnaie et l’État une connivence objective : promouvoir l’unité du corps social et la légitimer*” (Orléan, 2008, tradução livre, p. 8).

“Vimos que o Estado pode se tornar um ator indispensável para constituir a unanimidade monetária, mostrando-se o único capaz de neutralizar as oposições violentas que a determinação de um padrão monetário comum não pode deixar de produzir” – “*On a vu que l’Etat peut s’avérer un acteur indispensable pour constituer l’unanimité monétaire en se montrant seul capable de neutraliser les oppositions violentes que la détermination d’une norme monétaire commune ne peut manquer de produire*” (Orléan, 2008, tradução livre, p. 10).

Já a soberania monetária em sentido econômico, refere-se à construção de um conjunto de instituições nacionais que, por meio de diferentes mecanismos, garantem a estabilidade das relações monetárias e das funções da moeda nacional, mantendo a convenção do uso da moeda nacional. Desta forma, além do Banco Central como emissor de papel moeda, prestador de última instância e regulador do sistema financeiro, podemos incorporar o Estado em geral, como agente decisivo na coordenação das relações econômicas, na redução das incertezas e na formação das expectativas (assim como administrador de recursos, principalmente fiscais), em suma, como agente com capacidade para manter a convenção da aceitabilidade da moeda e auferir os benefícios do monopólio da moeda.

Entre outras instituições importantes que podem colaborar na preservação das funções da moeda nacional, propõem-se: bancos nacionais – intermediando nas relações de crédito e no sistema de pagamentos –, agentes de regulação financeira – supervisionando os mercados e, sobretudo, tentando evitar o surgimento de mercados paralelos e maior fuga de capitais, problemas recorrentes de alguns países periféricos, como a Argentina –, grandes empresas nacionais – balizando os mercados e gerando uma estrutura monetária/financeira baseada em moeda local. Aprofundar nestas relações requer estudos complementares que fogem do escopo do trabalho, sendo que se pretende, aqui, apenas salientar a relação entre a hierarquia de moedas e a soberania monetária, realizado a seguir.

5.ii Hierarquia de moedas e Soberania monetária

Feita a apresentação dos conceitos de hierarquia monetária e soberania monetária a serem utilizados, é interessante ressaltar os pontos em comum e suas diferenças.

É útil destacar, em princípio, que a análise da hierarquia de moedas refere-se ao grau de desempenho das funções das moedas em âmbito internacional. O foco é, portanto, o uso internacional das moedas nacionais. Em contrapartida, a soberania monetária, como aqui tratada, abrangendo os sentidos jurídico e econômico, diz respeito à capacidade dos Estados de emitirem suas próprias moedas e de preservarem as funções da moeda nacional no interior dos respectivos territórios. Portanto, não existe *necessariamente* uma relação direta entre a posição ocupada na hierarquia de moedas e a soberania monetária, sendo relevante levar em conta arranjos monetários específicos, como por exemplo, a zona do *euro*.

Não obstante, em linhas gerais, a maior ou menor capacidade do Estado de preservar a convenção sobre o uso da moeda nacional dentro do território nacional, isto é, a soberania monetária, é resultado da interação de fatores externos, com destaque para a posição ocupada no SMFI, e internos, principalmente as políticas monetárias, financeiras e cambiais adotadas. É imprescindível levar em consideração que os primeiros condicionam, frequentemente, mas não sempre, os segundos.

Assim, entende-se que a conjunção entre as particularidades da posição ocupada no SMFI e as políticas internas configuram determinadas especificidades que podem levar à perda, total ou parcial, da soberania monetária. Quando isso sucede, abre-se espaço para, nos casos mais extremos, o surgimento da substituição monetária como forma última de preservação da riqueza financeira e estruturação do padrão monetário³³. Esta observação pode suscitar algumas perguntas, por exemplo, como é uma perda “total ou parcial” da soberania monetária? É ou não uma capacidade do Estado? Vejamos.

Propõe-se aqui que uma vez que a soberania monetária é a capacidade das instituições nacionais de preservar a convenção do uso da moeda, existem graus de soberania monetária, em relação ao “grau” em que são mantidas as funções clássicas da moeda em âmbito nacional. Considera-se que a importância e utilidade de distinguir as duas dimensões da soberania monetária, assim como a existência de “graus” de soberania, é reconhecer o fato que diversos países podem, eventualmente,

³³ Citando Wray (1998, p. 268): “when the state is in crisis and [or] loses legitimacy (...) “normal money” will be in a “state of chaos”, leading, for example, to use of foreign currencies in private domestic transactions”.

ter a capacidade de emitir uma moeda nacional, mas não possuir a capacidade de preservar suas funções.

Quando um país tem soberania monetária plena, este mantém a convenção do uso da moeda nacional e todas suas funções clássicas. Mas, quando a soberania monetária começa a ser ameaçada, a função de reserva de valor é a primeira em ser afetada (Carvalho, 1990). Nos casos mais severos, as funções de unidade de conta e meio de pagamento são comprometidas, inclusive, a despeito de emitir moeda nacional. Um exemplo disso é a substituição monetária (dolarização) “*de facto*” da economia argentina ao longo da década de 1980, e a substituição monetária “*de jure*” nos anos 1990. Em ambos períodos o país manteve sua moeda, embora não cumprisse plenamente suas funções em âmbito interno.

Entretanto, cada experiência é específica em decorrência da história local e de circunstâncias externas. Por isso, as considerações de caráter geral servem como construção a ser complementada com a avaliação das especificidades dos casos particulares. A forma pela qual a soberania monetária de um determinado país é abalada deve ser examinada, portanto, a partir das singularidades resultantes de fatores internos e externos.

Contudo, pode-se afirmar que os países que são efetivamente afetados, em algum grau, pela substituição monetária, não têm uma soberania monetária plena. Uma vez que a substituição monetária é um fenômeno perverso nas relações monetárias, entende-se que existe uma relação que se retroalimenta entre o grau de substituição monetária e a falta de soberania monetária. Desta forma, quanto mais perto da base da pirâmide, menor o grau de soberania e controle sobre a moeda nacional, pois menor é a legitimidade e convenção a respeito do uso da moeda nacional. Em outras palavras, a menor soberania diminui, ainda mais, o grau de autonomia econômica dos países, pois limita as ferramentas de política tanto para adotar medidas anticíclicas como para fomentar o desenvolvimento.

Assim, países cujas moedas entram na categoria de moedas permeadas têm soberania em sentido jurídico, uma vez que emitem moeda nacional, mas sua soberania em sentido econômico é diminuída, pois não preservam todas as funções da moeda doméstica. Os países com quase-moedas também emitem moeda nacional, a rigor têm soberania em sentido jurídico, mas sua soberania, em sentido econômico, é severamente limitada. Já países com *pseudo* moedas, assim como os países que optam por substituir plenamente a moeda nacional, como no caso da dolarização, não têm soberania nem jurídica nem econômica.

Em linhas mais gerais, vale um esclarecimento no que diz respeito à substituição monetária de acordo com a definição aqui proposta, pois existe uma diferença entre a “dolarização” e a “euroização”. Enquanto os Estados Unidos têm soberania monetária sobre o dólar, nenhum país tem soberania monetária plena sobre o euro, uma vez que é uma construção conjunta. Portanto, na zona do euro, nenhum país tem soberania monetária em sentido jurídico, contudo, podem ter distintos graus de soberania monetária em sentido econômico, segundo as correlações de poder dentro do grupo, que permite diferentes graus de legitimidade da convenção do uso da moeda. Validar esta conjectura exige uma futura reflexão.

Concluindo, os países periféricos apresentam um menor grau de autonomia econômica e uma maior volatilidade – potencial – das taxas de juro e câmbio. Adicionalmente, alguns deles sofrem também substituição monetária, característica que agrava os efeitos perversos da inserção periférica no SMFI, particularmente, a perda de autonomia. Na visão do presente trabalho, um fator essencial que define que uma moeda periférica sofra de substituição monetária (ou não) é a preservação (ou não) da soberania monetária. Uma vez que esta última é entendida como uma *construção* das instituições nacionais, embora afetadas pelo contexto externo, reconhecer suas fragilidades e oportunidades é necessário para adotar as políticas adequadas que permitam evitar uma maior vulnerabilidade e perda de capacidade de adotar políticas voltadas a objetivos domésticos.

I.6. Considerações finais

Ao longo do trabalho, procurou-se mostrar as características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, um arranjo assimétrico e hierarquizado, baseado em uma moeda-chave fiduciária, que permite ao seu emissor, os Estados Unidos, uma autonomia de política econômica mais ampla quando comparado com os outros países. Como reflexo da posição do dólar no topo da hierarquia de moedas, os Estados Unidos tornaram-se os *business cycle and policy makers* do sistema, balizando os ciclos de liquidez globais.

Foram apresentadas, também, as abordagens da hierarquia de moedas e da pirâmide monetária, destacando seus pontos em comum e suas diferenças. Cabe aproveitar uma complementação entre as duas visões. Por um lado, é útil se valer das implicações para os diferentes países no que diz respeito à forma de inserção no sistema financeiro internacional e à autonomia da política econômica de cada país, segundo a posição que suas moedas detêm na hierarquia, de acordo com o arcabouço da hierarquia de moedas. Por outro lado, a proposta da pirâmide monetária traz à tona outra dimensão, em referência ao comportamento das moedas dentro das fronteiras nacionais, a da substituição monetária.

Em relação à assimetria financeira, destacou-se a inserção marginal dos países periféricos nas finanças globais. Ressaltou-se, também, a determinação exógena da orientação dos fluxos internacionais, que pouco dependem dos fatores internos nos momentos de auge, e muito menos, nos momentos de escassez.

As assimetrias monetária e financeira, por sua vez, resultam em um menor grau de autonomia de política econômica dos países periféricos, ou seja, em uma menor capacidade de implementar políticas econômicas orientadas a objetivos internos. Por outro lado, dadas as peculiaridades na determinação dos preços-chave, a taxa de câmbio registra potencialmente uma maior volatilidade e a taxa de juros um patamar superior ao nível da moeda-chave, refletindo os diferentes prêmios de risco de suas moedas, não aceitas internacionalmente.

A última seção, por sua vez, esboçou um conceito de soberania monetária, baseado na moeda como convenção e no poder do Estado e do Banco Central (entre outros) para manter a legitimidade dessa convenção e preservar a moeda como instrumento econômico.

Conclui-se que os países com moedas não aceitas internacionalmente não contam com um fluxo permanente de financiamento externo e apresentam, também, um menor grau de autonomia econômica. Essas características podem provocar uma maior instabilidade monetária e financeira que pode abalar a capacidade do Estado de manter a convenção sobre o uso da moeda nacional. Quando isso acontece, emerge o fenômeno da substituição monetária que agrava, ainda mais, os efeitos deletérios da inserção periférica no SMFI dos países em desenvolvimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS

- AGGIO, G. O. & M. A. ROCHA (2009) *Dois momentos para a teoria cartalista da moeda – De Knapp a Goodhart*. Revista Economia, Brasília (DF), v. 10, n. 1, p. 153-168, jan/abr 2009.
- AGGIO, G.O (2008). *Moeda, convenção, contratos e impostos: uma contribuição para a teoria da aceitabilidade da moeda*. Instituto de Economia/Unicamp. Dissertação de mestrado
- AGLIETTA, M. (1986). *La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale*. Paris: La Découverte.
- AGLIETTA, M.; ORLEAN, A. (2002). *La Monnaie: Entre Violence et Confiance*. Paris, Odile Jacob
- _____. (orgs) (1998). *La monnaie souveraine*. Paris: Odile Jacob.
- BAER, M. et al (1995). *Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional*. Economia e Sociedade, Unicamp, vol. 4 n 1 p 79 – 126.
- BELLUZZO, L.G. (1997). *Dinheiro e as transfigurações da riqueza*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.151-193

- _____. (1995) *O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados*. Economia e Sociedade, Campinas, n.4., p.11-20.
- BIANCARELI, A. M. (2007) *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. IE/Unicamp. Tese de doutoramento
- BRAGA, J. C. S. (1997) *Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo*. Em: Tavares, M. C. & Fiori, J. L. (org.). Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997.
- _____. (1993). *A financeirização da riqueza*. Economia e Sociedade. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, n. 2, p. 25-57
- CARNEIRO, R. M. (1999) *Globalização financeira e inserção periférica*. Economia e Sociedade, Campinas, n. 13, p.58-92.
- _____. (2007) Globalização e inconversibilidade monetária (Texto para discussão) IE/Unicamp n. 120, abril 2006
- CARVALHO, F.J.C. (1990). *Alta inflação e hiperinflação: Uma visão pós-keynesiana*, Revista de Economia Política, vol. 10 n.4, outubro/dezembro.
- COHEN, B. (2014). *A geografia do dinheiro*. São Paulo, 1ª Ed, Editora Unesp.
- CORSETTI, G.; MACKOWIAK, B. (2005). *A Fiscal Perspective on Currency Crises and Original Sin*. Em: EICHENGREEN, B. & HAUSMANN, R. (2005) *op.cit.*
- COUTINHO, L.; BELLUZZO, L.G. (1998). *Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas*. Economia e Sociedade, Campinas, (11): 137-50, dez.
- De CONTI, B. M. (2011). *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*; Campinas: IE-UNICAMP, Tese de Doutorado.
- De CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. (2014). *A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 23, n. 2 (51), p. 341-372, ago. 2014
- De CONTI, B.M; BIANCARELI, A.M; ROSSI, P. (2013). *Currency Hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian/Minskyan approach*. Campinas: IE/UNICAMP, mimeo.
- DEQUECH, D. (2014). *Is money a convention and/or a creature of the state? The convention of acceptability, the state, contracts, and taxes*. Journal of Post Keynesian Economics/ Winter, 2013-14 Vol.36 N.2251
- _____. (2003). *Conventional and Unconventional behavior under uncertainty*. Journal of Post Keynesian Economics, 26(1): 145-68.
- FARHI, M. (1999). *Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem*. Economia e Sociedade, n.13. Campinas, pp. 93-114, dez.
- FRIEDMAN, M. (1974) *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago.
- GUTTMAN, R. (1994) *How credit money shapes the economy*. M.E. Sharpe, New York.
- HART, D.; KREPS, O. (1986). *Price destabilizing speculation*. Journal of political economy, v. 94, n. 5, p. 927-952.
- HELLEINER, E. (1994). *States and the reemergence of global finance, from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca and London: Cornell University Press,
- JEANNE, O. (2005). *Why Do Emerging Economics Borrow in Foreign Currency?* Em: Crise de la souveraineté et crise de la monnaie, 190-218. The University Chicago Press, London, 2005.
- KALDOR, N. (1939). *Speculation and economic stability*. Review of Economic Studies, v. 7, nro. 1, 1939
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Yale: Yale University Press.
- OCAMPO, J.A. (2001). *International asymmetries and the design of the international financial system*. Series temas de coyuntura n. 15. Santiago: Cepal
- PARBONI, R. (1981) *The Dollar and its Rivals*. Billings Ltd. Inglaterra.
- PLIHON, D. (1995). *A ascensão das finanças especulativas*. Economia e Sociedade n.5, pp. 61-78

- PLIHON, D. (1996). *Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira* (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista Keynesiano). Economia e Sociedade, Campinas, v. 5, n. 2 (7), p. 85-127.
- PRATES, D.M. (2002) *Crises financeiras nos países emergentes: uma interpretação heterodoxa*. Tese de doutorado. Campinas: IE-Unicamp.
- ROSSI, P. L. (2016) *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação*. Rio de Janeiro, FGV Editora.
- _____. (2012) *Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação*. Tese (doutorado) Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas. Campinas.
- _____. (2008) *A pirâmide e a esfinge: estudo sobre a hierarquia das divisas, a integração financeira de países periféricos e a volatilidade de câmbio e juros*. Dissertação de mestrado, IE/Unicamp
- SERRANO, F (2008). *A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000*. Em: FIORI, J.L; MEDEIROS, C; SERRANO, F. *O mito do colapso do poder americano*. Rio de Janeiro, Ed. Record, 2008
- _____. (2002). *Do ouro imóvel ao dólar flexível*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez.
- SHULMEISTER, S. (1988). *Currency speculation and dollar fluctuations*. Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, 167, pp. 343-365.
- STRANGE, S. (1988). *Casino capitalism*. Oxford: Basil Blackwell.
- TAVARES, M.C. (1997) *A retomada da hegemonia americana*. Em: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (Orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.27-54.
- TAVARES, M.C; MELIN, L.E. (1997). *Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana*. Em: TA VARES, M.C.; FIORI, J .L (Orgs.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p. 55-86.
- THÉRET, B. (2008). *Os três estados da moeda. Abordagem interdisciplinar do fato monetário*. Economia e Sociedade, Campinas, n. 17, p.1-28.
- WRAY, L.R. (1998). *Understanding Modern Money*. Cheltenham, UK: Elgar.