



TEXTO PARA DISCUSSÃO

ISSN 0103-9466

395

**Privilégio exorbitante e fardo compulsório
(a dupla face do SMI financeirizado)**

**Ricardo Carneiro
Bruno De Conti**

Agosto 2020



UNICAMP

ie Instituto de
economia

Privilégio exorbitante e fardo compulsório (a dupla face do SMI financeirizado)

Ricardo Carneiro
Bruno De Conti¹

Resumo

Para analisar as limitações ao desenvolvimento o texto toma como ponto de partida a abordagem cepalina clássica das relações centro-periferia e busca atualizá-la, de dois pontos de vista: incluindo o novo contexto histórico da financeirização do capitalismo e dando destaque ao novo formato e operação do Sistema Monetário Internacional (SMI). Assim, o objetivo do artigo é analisar os efeitos da financeirização sobre o SMI, com ênfase sobre as hierarquias desse sistema e suas consequências sobre a dinâmica econômica dos países centrais e periféricos. Mais especificamente, o país emissor da moeda-reserva desfruta de um *privilégio exorbitante*, enquanto os países periféricos – por sua posição na hierarquia monetária – são vítimas de um *fardo compulsório*, condições marcadas por comportamentos muito distintos das taxas de câmbio e juros e graus bastante diferentes de autonomia de política macroeconômica.

Palavras-chave: Financeirização, Hierarquia monetária, Relação centro-periferia, Privilégio exorbitante, Fardo compulsório, Autonomia de política econômica.

Abstract

Exorbitant privilege and compulsory duty (the double face of financialized IMS)

To analyze economic development obstacles, the text departs from ECLA's classic approach of center-periphery. It seeks to update it, from two points of view: including the new historical context of the financialization of capitalism and stressing the new format and operation of the International Monetary System (IMS). Thus, its purpose is to analyze the effects of financialization on the IMS, with an emphasis on the hierarchies of this system and its consequences on the economic dynamics of central and peripheral countries. More precisely, the country issuing the reserve currency enjoys an exorbitant privilege, while the peripheral countries - due to their position in the monetary hierarchy - are victims of compulsory duty. This state is marked distinct behaviors of the exchange and interest rates and quite different degrees of macroeconomic policy autonomy.

Keywords: Financialization, Monetary hierarchy, Center-periphery, Exorbitant privilege, Compulsory duty, Economic policy autonomy.

Códigos JEL B15, B17, E42, E44, F02, F33, F65.

1. Introdução

A financeirização provocou amplas e profundas transformações na economia global, na dinâmica da economia, no papel dos intermediários financeiros, na governança das empresas, no comportamento das famílias, dentre outros aspectos. A vasta literatura confirma a importância do tema e, longe de significar um esgotamento dos debates, revela a necessidade de pesquisas adicionais. Nesse esforço, é absolutamente crucial contemplar uma evidência fática extremamente óbvia, mas muitas vezes negligenciada pelas pesquisas: o mundo não é homogêneo. Pelo contrário, o capitalismo configurou-se, desde a sua origem, por meio de uma divisão entre um centro e uma periferia (Prebisch,

(1) Professores do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). E-mails: carneiro@unicamp.br; deconti@unicamp.br.

1949). E ainda que a economia mundial contemporânea não seja mais aquela estudada pelos autores originais da CEPAL, continua válido o elemento fundamental por eles proposto, qual seja, de que economias centrais e periféricas não devem ser compreendidas como fases de um processo inequívoco de desenvolvimento de todo o mundo, mas sim como faces de uma mesma moeda. Em outras palavras, países centrais e periféricos coexistem, com uma interação que tende a retroalimentar as heterogeneidades.

Partindo dessa percepção, fica evidente que os efeitos da financeirização não podem ser os mesmos nas economias centrais e nas periféricas. Assim, o presente artigo pretende contribuir com as análises sobre a financeirização, realçando seus efeitos sobre uma importante dimensão da relação centro-periferia: a dimensão monetária. Não somos os únicos a realizar esse esforço, mas juntamos a um conjunto de interessantes trabalhos que vêm se debruçando sobre o assunto, tais como Belluzzo (1997), Ocampo (2001), Prates (2002), Carneiro (2008), Kaltenbrunner (2015), Fritz et al. (2018), dentre outros.

Mais especificamente, o objetivo desse artigo é analisar os efeitos da financeirização sobre o Sistema Monetário Internacional (SMI), com ênfase sobre as hierarquias desse sistema e suas consequências sobre a dinâmica econômica dos países centrais e periféricos. A principal hipótese do trabalho é que a financeirização – entendida aqui como a configuração de um padrão sistêmico de acumulação de capital no qual as finanças assumem papel de centralidade – engendrou mudanças na “natureza” da moeda-chave que resultaram em importantes transformações nas características e nas consequências da hierarquia monetária.

Além desta Introdução e das Considerações Finais, o artigo estrutura-se em duas seções, que discutem a natureza da moeda-chave (seção 2) e das moedas periféricas (seção 3) em um SMI financeirizado, e suas consequências sobre a maneira como se configuram e se sentem os efeitos dos ciclos de liquidez nos países centrais e periféricos, e os dilemas relativos aos regimes cambiais e à autonomia de política econômica nos dois grupos de países.

2. A hierarquia intensificada do SMI financeirizado: a moeda-reserva

Nesta seção, trataremos dos principais condicionantes impostos ao Sistema Monetário e Financeiro Internacional pela financeirização, ou seja, suas implicações sobre a natureza da moeda reserva; os condicionamentos ao grau de liberdade para a escolha dos regimes monetários e cambiais, bem como ao grau de autonomia das políticas macroeconômicas; e, por fim, como determina o papel de cada país, emissores de moedas de distintas qualidades, na origem e formatação dos ciclos de liquidez.

A financeirização como padrão sistêmico de acumulação de capital traz implícita uma hiper valorização das formas líquidas da riqueza, ou seja, uma exacerbação da preferência pela liquidez. De acordo com a avaliação da literatura apresentada por Carneiro (2019, 2020), os processos de valorização têm seus prazos encurtados, e os ativos são tornados crescentemente líquidos – entendendo por liquidez a sua capacidade de converter-se de maneira imediata na forma geral da riqueza –, por meio do desenvolvimento dos mercados secundários. Tornar líquidos os ativos ilíquidos é uma das consequências relevantes da financeirização, por conta de uma lógica de acumulação que busca prioritariamente a valorização patrimonial e a sua realização.

Autores como Buitier (2007) destacam a transformação de ativos ilíquidos em ativos líquidos por meio da crescente securitização como um dos aspectos centrais da financeirização. Já Aglietta e Valla (2017) vão além e se referem ao caráter autorreferencial de valorização dos ativos financeiros e, portanto, da formação das bolhas. Partem de um conceito keynesiano clássico, o da especulação, e postulam a distinção entre valor fundamental – deduzido a partir dos rendimentos e da taxa de juros esperados – e o valor especulativo, construído a partir da expectativa de variação do preço do ativo nos mercados organizados, de forma relativamente independente das variáveis anteriores.

O funcionamento de um SMI sob a financeirização traz à baila a magnificação da função de reserva de valor da moeda e da liquidez da riqueza financeira, também no plano internacional. Assim, a moeda-reserva da economia global é a forma líquida da riqueza por excelência no âmbito do amplo espectro de moedas-ativos que circulam neste espaço, cuja ampliação ocorre por meio da abertura das contas financeiras dos diversos países. No contexto atual, o caráter hegemônico da moeda-reserva decorre, portanto, deste seu papel de ancoragem da riqueza na forma líquida ou em mercados financeiros de grande profundidade. As outras funções que lhe são simultâneas, como a de meio de pagamento ou unidade de conta, são associadas e de certo modo, subordinadas a esta função primordial.

Este ponto merece comentário adicional: a literatura consagrada sobre o SMI, tal como Eichengreen, Mehl e Chitu (2018), destaca dois elementos econômicos cruciais para a eleição de uma moeda reserva: mercados financeiros amplos e profundos e o tamanho da economia e das suas relações comerciais. A isto Cohen (1998) e a corrente da Economia Política Internacional agregam um componente de poder geopolítico ou estatal. Do ponto de vista das funções da moeda isto implicaria que todas elas – unidade de conta, meio de troca e reserva de valor – seriam equivalentes, indissociáveis e mostrariam grande sinergia por meio do auto reforço na escolha e manutenção da moeda reserva. A despeito de esta ser uma proposição, *per se*, irrefutável, cabe considerar que numa economia financeirizada e com livre mobilidade de capitais, a função reserva de valor ganha preeminência sobre as demais e as subordina.

Na financeirização, os ciclos exacerbam sua natureza financeira, expressando-se num aumento dos preços dos ativos, amparados na ampliação do crédito. Ao examinar o tema, Borio (2014), usando uma variante atualizada do argumento clássico de Minsky (1992), sobre a fragilidade financeira, destaca que na dinâmica de *boom e burst*, o primeiro precede e causa o segundo, como consequência das vulnerabilidades construídas. O *boom* que se expressa (e se amplifica) no superendividamento decorre da excessiva elasticidade do sistema de crédito e de sua poderosa inclinação pró-cíclica, exacerbadas pela desregulação. Desse ponto de vista, a utilização de colaterais como garantia dos créditos e o aumento de seus preços/valores é a prática que permite esta elasticidade e a ausência de percepção da fragilidade financeira. Flutuações das taxas de juros tem impacto pró-cíclico crucial, na medida em que alteram o valor dos ativos e dos colaterais. Sua subida promove um forte desequilíbrio entre ativos, passivos e valor das garantias (colaterais), cuja magnitude torna impraticável o ajuste via fluxos. É a dinâmica da bolha, na qual o crescimento da renda tem caráter subordinado, constituindo um subproduto, com intensidade variável, da valorização dos ativos. Desse ponto de vista, o ciclo originado no país emissor da moeda reserva, vale dizer a

criação e as realocações de portfólios associados à aversão ao risco dos mercados e à política macroeconômica é um determinante essencial do ciclo de liquidez global².

Baixo a financeirização, destarte, o caráter hierarquizado do SMI é levado ao paroxismo. A nova natureza da moeda reserva – seu caráter hipertrofiado de reserva de valor global – e a originação dos ciclos de liquidez, faz com que no plano internacional as demais moedas nacionais ganhem estatuto de ativos, perdendo em medida variável, a característica de reserva de valor, mesmo nos seus espaços nacionais. Como analisado por Cohen (1998), assiste-se ao processo simultâneo de *currency internationalization* e *currency substitution*. Ou seja, é exatamente porque há a internacionalização de algumas moedas que outras são substituídas em funções relevantes, mesmo nos espaços nacionais. E isto é bastante magnificado num SMI no qual a dimensão de reserva de valor da moeda-chave é hipertrofiada. Ademais, essas moedas nacionais vítimas da *currency substitution* fazem com que os seus países emissores percam, de maneira quase generalizada, a capacidade de originar ciclos autônomos, nos espaços domésticos sendo privados, da autonomia de política macroeconômica, como será discutido nas próximas seções.

2.1 Natureza da moeda reserva

Um dos aspectos mais salientes do SMI atual é o caráter fiduciário da moeda reserva, o dólar, contrastando com experiências históricas nas quais a moeda ou pretendia-se diretamente vinculada ao ouro (padrão libra-ouro), ou numa paridade com ele (padrão dólar-ouro). Importante assinalar que a existência do lastro ou do vínculo constitui por assim dizer, um condicionante ou limite à operação da moeda reserva ao qual teria que se submeter, facilitando a sua aceitação. De modo distinto, a moeda reserva fiduciária, por tratar-se de uma moeda de uso internacional, na qual não existe um Estado supranacional responsável por sua emissão, tem por base exclusivamente a confiança pois, além da ausência de vínculos com o ouro, o banco central do país emissor, não exerce neste âmbito o papel de prestador em última instância. Assim, a expressão maior do caráter fiduciário da moeda reserva é o fato de ser uma moeda internacional sem as instituições garantidoras, BC e Tesouro, que lhes deem suporte.

A observação acima é relevante pois é fato histórico original a existência de uma moeda internacional puramente fiduciária. Nos regimes progressos, padrão-ouro e dólar-ouro a vinculação ao metal era um mecanismo pelo qual se objetivava ampliar a confiança numa moeda que circulava fora de suas fronteiras. De acordo com Eichengreen (2019), esses sistemas possuíam duas propriedades principais: a paridade (fixa ou reajustável) associada ao ouro e a convertibilidade neste último que garantia, em última instância, a primeira. Essas características faziam com que o uso das moedas no âmbito internacional não dependesse integralmente da confiança, mas também de fatores objetivos.

Havia uma distinção entre as moedas-reserva e as demais, sobretudo as periféricas no que tange à tolerância quanto ao cumprimento dos requisitos da paridade e convertibilidade, e a intensidade do ajustamento, revelando aqui o elemento de confiança depositado nas primeiras. Assim, por exemplo, no padrão-ouro o ajuste deflacionário no país da moeda reserva era menos intenso,

(2) Para uma análise dos ciclos de liquidez internacional a partir do arcabouço da hierarquia monetária, ver Biancarelli (2007).

porque parte do ajuste se dava pela entrada de capitais ante a variação da taxa de juros (*discount rate*). No caso do dólar-ouro, esse canal de ajuste era limitado por conta da restrição à mobilidade de capitais e o desequilíbrio originário do desalinhamento das taxas de câmbio se perpetuou por décadas dando origem a déficits crescentes do balanço de pagamentos americano e ao dilema de Triffin. A sua base foi a quase exclusividade do dólar como moeda reserva no período do pós guerra e a inexistência de alternativas, *tout court*.

A colocação anterior suscita um tema crucial: uma moeda reserva na qual um dos principais atributos é exatamente o de ser reserva de valor, pode se desvalorizar ante o ouro ou as demais moedas do sistema? Se isto ocorrer, muito provavelmente teria perdido o seu status como tal. Mas, isso não é verdadeiro no regime do dólar fiduciário, no qual a moeda reserva flutua significativamente. Certamente, porque as demais moedas – com poucas exceções - perderam seu caráter enquanto tal, convertendo-se em ativos. Ou seja, o dólar seria rigorosamente a única moeda reserva, reinando absoluto.

Esta última observação põe em relevo a questão dos fundamentos para a escolha/eleição de uma moeda reserva. De uma forma geral a questão tem sido tratada a partir do desempenho das funções monetárias essenciais no plano internacional, vale dizer, unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. Como visto acima, é comumente aceito que o uso como moeda interacional, i.e. nessas três funções, esteve associado ao tamanho da economia, em especial o seu peso no comércio internacional e na originação dos fluxos de investimento direto. O exercício dessas funções se daria de forma sinérgica, com as funções de meio de pagamento e unidade de conta reforçando o papel da moeda no que tange à de reserva de valor.

A proposição acima constitui uma interpretação robusta das razões econômicas que conduziram a preeminência da libra-ouro ou do dólar-ouro nos respectivos SMIs nos quais foram dominantes. Porém, não explicam a preeminência e, sobretudo, a permanência do dólar como a moeda reserva no atual SMI, dado que desde os anos 1970, os EUA além de apresentarem déficits em transações correntes nas suas contas externas deixam de ser exportadores líquidos de capitais e vão também perdendo progressivamente peso no comércio internacional. Autores como Helleiner e Kirshner (2012) sugerem que é exatamente este *turning point* dos déficits em transações correntes sistemáticos, que caracterizariam a perda de preeminência produtivo-tecnológica dos EUA. Isto teria levado inclusive os EUA a apoiar crescentemente a liberalização dos fluxos de capitais, ancorando a sua dominância nas finanças e não no comércio e produção.

Alguns dados ilustram estas transformações. Segundo a OMC, o peso das exportações dos EUA no total mundial cai de 22% em 1948 para 9% em 2018. Sua importância no comércio internacional só não declina na mesma proporção por conta do seu peso nas importações totais que se mantem em torno de 13% no mesmo período. Obviamente, às custas de um crescente e recorrente déficit comercial. Este último é mais do que compensado pelas rendas dos investimentos externos americanos até final dos anos 1970, evitando o surgimento do déficit em transações correntes. Ao longo dos anos 1980 este último é crescente e atinge patamares inusitados até um pico no ano da crise financeira de 2008 de cerca de 6% do PIB. Após esse evento a redução do patamar de crescimento nos EUA joga esse déficit para um patamar recorrente de 2,5% do PIB.

O aspecto mais relevante, todavia, e que traduz a mudança da natureza do dólar enquanto moeda reserva é a posição internacional de investimento dos EUA. Ela é positiva (haveres líquidos) e crescente até 1980, quando começa a declinar até atingir o primeiro valor negativo em 1989 configurando um passivo externo líquido. Desde então seu valor como percentagem do PIB é sistematicamente crescente, atingindo a marca de 51% do PIB em 2019. Esses dados refletem a acumulação de déficits externos, mas sobretudo a perda de preeminência como exportador de capitais vis a vis a absorção de capitais externos, sob várias formas.

Diante desses fatos históricos, a explicação da persistência e intensificação do dólar como moeda reserva há que ser buscada na função reserva de valor. Numa economia financeirizada e com um SMI marcado por progressiva, crescente e abrangente abertura das contas de capitais, é o caráter de âncora da riqueza financeira, o principal fator determinante da moeda enquanto reserva de valor. E nesse caso, o fato de os EUA possuírem mercados de capitais amplos e resilientes é crucial para transformar o dólar na moeda que ancora a riqueza global. Dados das bases estatísticas do FMI e BIS compilados por Carneiro (2010) e atualizados por Kaltenbrunner e Lysandrou (2017)³, mostram que os mercados de capitais americanos representam isoladamente, 40% do conjunto dos mercados de capitais de todos os países.

A partir desta caracterização cabe discutir no que consistiria o privilégio exorbitante da moeda nesse SMI, no qual o dólar é a moeda reserva. Dessa perspectiva há que se fazer uma distinção essencial entre as questões relativas aos fluxos e estoques. No primeiro caso, a literatura corrente dá grande ênfase ao financiamento dos recorrentes déficits em transações correntes dos EUA. A rigor, poder-se-ia falar de um financiamento quase automático do déficit, dado que o comércio é feito por meio de relações de débito e crédito denominadas predominantemente em dólar. Assim cada circuito de comércio culmina na posse por parte de residentes de cada país, de créditos bancários que correspondem a débitos bancários de residentes nos EUA. Num segundo momento, esses créditos podem e devem se converter em aplicações mais longas no mercado de capitais ou bancário americano ou, potencialmente, em aplicações em outras moedas.

Esse processo constitui a transferência de recursos reais de não residentes para residentes nos EUA e de acordo com Borio e Disyatat (2010) fundamenta a hipótese do *saving glut* para explicar a crise financeira defendida por Bernanke (2009), Krugman (2009) e Eichengreen (2009). Portanto, se funda na preeminência da transferência de recursos reais, ou seja, nos fluxos de capitais líquidos, desprezando a centralidade dos fluxos brutos que dizem respeito às transações exclusivas com ativos financeiros e, portanto, à maior parcela do financiamento externo; a conta de capitais. Assim o *saving* é renda ou produto não consumido transferida da outro país, já o *financing* é poder de compra de diferentes origens – inclusive geográfica – sob a forma de moeda, transferida a determinado país. Desse ponto de vista, conforme assinalado por Avdjiev, McCauley e Shin (2015) há uma dimensão puramente monetária e internacional de criação de liquidez na moeda reserva que ocorre por bancos fora da jurisdição americana.

(3) Esses dados utilizados pelos autores procuram demonstrar que os títulos de dívida (*securities*) privados e públicos, emitidos e transacionados no mercado americano, pelo seu volume, qualidade, elevada liquidez e resiliência, constituem crescentemente, forma privilegiada de manutenção e de valorização da riqueza num capitalismo financeirizado, ancorando a preeminência do dólar.

Borio e Disyatat (2010), a despeito de serem autores wickselianos, advertem também que a taxa de juros de curto e médio prazos é um fenômeno monetário e não real, embora a primeira esteja de alguma maneira influenciada pela segunda. Ou seja, mais do que refletir a oferta e demanda de fundos, poupança e investimento, a taxa de juros reflete as decisões dos agentes quanto à escolha de seus portfólios na sua interação com a decisão dos Bancos Centrais. Vale dizer, o estado internacional da preferência pela liquidez e as decisões do FED tiveram muito mais relevância na fixação dos juros que levaram à bolha do que o *saving glut*.

Da perspectiva do privilégio exorbitante, todavia, a transferência de recursos reais (*savings*) não tem centralidade, mas tem relevância. Isto porque, em parte, define quantitativamente, o valor da posição internacional de investimento do país emissor da moeda reserva e qualitativamente, a moeda de emissão bem como prazos e juros dos seus passivos. A cada ano o déficit se acumula ao estoque de passivos existentes; primeiro como obrigações bancárias e posteriormente, como operações mais longas. Sua característica principal é a de ser denominada em dólares e pagar taxas de juros inferiores às obtidas no resto do mundo. E este último aspecto, nada tem a ver com o tamanho dos déficits ou seus financiamentos, mas com o fato do país ser emissor da moeda reserva, o que constituiria uma das dimensões do privilégio exorbitante.

Um tema bastante ressaltado na literatura relativo a esta dimensão do privilégio exorbitante, como por exemplo em Gourinchas, Rey e Govillot (2010), diz respeito ao fato de que os déficits também têm como contrapartida a formação de ativos dos residentes dos EUA no exterior. E na mesma linha de raciocínio argumenta-se que por serem aplicações mais longas – boa parte das quais IDE – possuem rendimentos mais altos, mas estão denominadas em outras moedas dos países para os quais os investimentos se dirigem. Essas interpretações procuram fazer ilações sobre o significado deste privilégio e concluem, de maneira polêmica, que o fato de os ativos de residentes americanos serem denominados em outras moedas impõe perdas em momentos de crise quando há uma apreciação do dólar. As obrigações, sendo denominadas em dólar, mantêm seu valor, mas os ativos, denominados em outras moedas perdem o valor. Na argumentação dos autores, esse seria a “*exorbitant duty*” do dólar como moeda reserva global.

O argumento anterior é bastante parcial. Para tratar da questão na sua integralidade, haveria que considerar a questão mais ampla do *financing* e não apenas do *saving*, e suas variadas relações com os estoques. Contudo, mesmo do ponto de vista restrito, o argumento é equivocado. Considerando os estoques num dado momento do tempo e deixando por ora de lado os fatores da sua formação, há que levar em conta, por exemplo, o efeito riqueza associado à taxa de câmbio nas duas fases do ciclo. Assim, como os EUA tem um passivo em dólares, e um ativo em outras moedas, a desvalorização do dólar na etapa ascendente do ciclo cria um efeito riqueza favorável, ao contrário da etapa de contração do ciclo, conforme apontado pelos autores citados. Os efeitos riqueza são simétricos no que tange aos ativos, mas não interferem nos passivos e este é um ponto essencial, dado que a posição internacional líquida de investimento dos EUA é fortemente negativa, como visto acima. Ou seja, a parcela do balanço que não sofre influências da taxa de câmbio – o passivo- é bastante superior à que é sensibilizada por ela. Na verdade, os movimentos das taxas de câmbio do dólar com as demais moedas não produzem efeito nas dívidas o que é um privilégio para quem é um devedor líquido.

O questionamento da literatura que procura minimizar o privilégio exorbitante pode ir adiante ao se focar numa omissão importante: a ausência de considerações sobre as taxas de juros e os efeitos-riqueza que produzem no país emissor da moeda reserva. Partindo por ora de um axioma, a ser demonstrado adiante, de que há um diferencial de taxas de juros em favor da moeda reserva, pode-se estabelecer os efeitos do ciclo sobre essas taxas e os efeitos-riqueza correspondentes. Na etapa de expansão, associados à queda nas taxas de juros e desvalorização do dólar, combina-se um efeito riqueza positivo nos haveres externos dos residentes com o mesmo efeito riqueza positivo no mercado doméstico. Isto beneficia tanto os residentes americanos quanto os não residentes que possuem ativos nos mercados americanos. No resto do mundo, ademais, a desvalorização do dólar permite a apreciação das moedas locais e a queda dos juros engendrando um duplo efeito riqueza.

Na fase de reversão do ciclo, a moeda reserva e os ativos nela denominados terminam por levar vantagem sobre as moedas e os ativos denominados nas outras moedas. A partir da reversão observa-se uma fuga para a qualidade, que se faz acompanhar de uma valorização do dólar e desvalorização das demais moedas e subida generalizada dos juros. A teoria convencional ressalta apenas o efeito riqueza negativo sobre os ativos de residentes americanos no exterior por conta da valorização do dólar e desvalorização das demais moedas. Além da sua parcialidade, há implícita nessa postulação o pressuposto de que a totalidade dos ativos detidos por residentes americanos em outras jurisdições é denominado em moeda local e não em dólar. Todavia, há vários outros efeitos simultâneos, não anotados por essas interpretações: em todos os países – exceto o emissor da moeda reserva – os preços dos ativos (em moeda doméstica) também caem por efeito do aumento das taxas de juros, somando-se assim ao impacto da fuga para a qualidade. Já no país emissor da moeda reserva o efeito riqueza negativo sobre os ativos no exterior dos residentes é pelo menos parcialmente compensado pela entrada de capitais que atua como fato compensatório, ao segurar os preços dos ativos domésticos.

O efeito conjunto sobre os ativos externos e domésticos, decorrentes da interação entre juros e câmbio, certamente favorece os ativos dos mercados domésticos da moeda reserva pela menor amplitude da sua flutuação. Ademais, para lidar com os problemas decorrentes desses efeitos, a autonomia da política econômica no país emissor da moeda-chave é bastante diferenciada.

2.2 Autonomia de política econômica e originação dos ciclos

A questão da autonomia de política econômica nos países que participam do SMI tem várias abordagens, desde aquela que discute o trilema, Eichengreen (2019) passando à que o reduz ao dilema Flassbeck (2001) e Rey (2013), e a das assimetrias, Fritz, Paula e Prates (2018). A questão relevante e sobre a qual todas estão de acordo – exceto a interpretação do trilema – é a da assimetria entre a moeda reserva e as demais na existência de autonomia da política econômica e na capacidade de originação dos ciclos.

Em termos mais precisos, a literatura convencional, a partir da equação da paridade descoberta da taxa de juros chegou ao paradigma da trindade impossível. Assim, resumidamente afirma que numa economia internacional com livre mobilidade de capitais a escolha será entre um regime de câmbio fixo sem autonomia de política monetária ou liberdade para a fixação dos juros – ou um regime de câmbio flutuante, com autonomia de política monetária. No entanto, mesmo a

literatura convencional, como em Rey (2013), já tem como consolidado o fato de que para moedas que não sejam a moeda reserva ou conversíveis, esta autonomia não existe, mesmo em regimes de câmbio flutuante.

Para examinar, primeiramente, as condições de autonomia da política monetária é necessário considerar como apontado acima e por Carneiro (2008), que há um diferencial quantitativo na formação das taxas de juros favorável à moeda reserva, que se origina do menor prêmio pela iliquidez, da ausência de risco cambial e de menores riscos de crédito e de mercado para os ativos denominados em dólar e negociados nos mercados americanos e internacionais. Segundo, numa economia aberta com livre mobilidade de capitais, pode-se fixar a taxa de juros na moeda reserva sem preocupações com a trajetória da taxa de câmbio, o que não é verdadeiro para as demais moedas, mesmo as conversíveis.

Para uma abordagem analítica sobre o tema partamos da literatura keynesiana sobre o assunto tal qual em De Conti et al (2014) e Kaltebrunner (2015) – na qual se especifica a escolha entre ativos a partir de seus atributos, e as denominadas taxas próprias de retorno. A decisão quanto a escolha de ativos formulada por Keynes, envolveria a consideração de três elementos: (q) , (l) e (a) , onde q são as quasi-rendas, l o prêmio de liquidez ou o prêmio genérico que se cobra pela iliquidez de sair da moeda e adquirir um ativo. No capítulo 17 da Teoria Geral, Keynes também especifica um outro elemento (a) que se deve agregar ao retorno dos ativos reais e que representa sua apreciação ou depreciação ante a unidade de conta. Note-se que como Keynes está supondo um padrão monetário estável – sem inflação – este termo representa a mudança de preços relativos dos ativos subjacentes.

Isto posto, analisemos em primeiro lugar a questão do mercado doméstico, na moeda reserva. O desprendimento da moeda e aquisição de um ativo de risco zero, ou seja, um título do tesouro americano envolve a cobrança de um prêmio de liquidez cuja magnitude depende da associada preferência pela liquidez ou da interação entre altistas e baixistas ou ainda das suas expectativas quanto a alteração das taxas de juros de curto prazo e a decorrente variação nos preços dos títulos. O prêmio de liquidez que Keynes denomina de taxa monetária de juros ou taxa de retorno do dinheiro reflete a incerteza quanto ao valor futuro das outras formas de riqueza, mesmo a imobiliária. É o preço para se desprender da forma líquida da riqueza, a moeda.

Sair do mercado de títulos públicos para os mercados de títulos privados ou soberanos, na moeda reserva, supõe a consideração das quasi-rendas (q) , que trataremos como uma compensação ao risco. Haveria que acrescentar aqui o termo (a) , pensado por Keynes como uma apreciação ou depreciação do ativo ante o padrão monetário. O primeiro, (q) estaria associado aos rendimentos e chamado risco de *default* e, o segundo, a profundidade ou resiliência do mercado de cada título específico. Assim, a formação das taxas de retorno do variado espectro de títulos privados e soberanos, na moeda reserva, se forma pela soma do prêmio de liquidez (l) , somada à remuneração (q) e as expectativas ou possibilidade de variação patrimonial (a) .

Outro salto importante e crucial para o tema tratado nesse artigo é a passagem de moeda e títulos na moeda reserva para moedas e títulos nas demais moedas. Isto envolve de um lado a consideração de uma dupla dimensão da preferência pela liquidez: a doméstica (l) e a internacional. Se entendermos a preferência pela liquidez como o prêmio cobrado para se desprender da liquidez e, por analogia, para voltar a ela, de acordo De Conti (2011), o prêmio pela liquidez internacional deverá

agregar um diferencial para compensar a maior iliquidez da moeda inconvertível, debate que será retomado em maior profundidade na seção 3. Ademais, (a) pode ser tomado como a expectativa de variação cambial da moeda destino ante a moeda reserva. A aquisição de ativos em outras moedas, também envolve considerações sobre preços e rendimentos e teríamos assim a inclusão de (q), ou seja, os diversos rendimentos associados aos riscos soberanos ou privados.

A formulação acima explicita os vários elementos dos fluxos de capitais e do ciclo de liquidez global a partir da hierarquia de moedas. Isto é, as flutuações das taxas de juros na moeda reserva, que resulta da interação entre preferência pela liquidez e política monetária no país emissor da moeda-chave (I), a flutuação dos rendimentos em ativos particulares (q) e da taxa de câmbio entre a moeda reserva e uma moeda específica (a). A partir desses parâmetros, a comparação da moeda reserva com uma moeda inconvertível revela importantes peculiaridades. Como a moeda reserva é a moeda do sistema, a moeda inconvertível, para ser atrativa como ativo, deve pagar um prêmio de iliquidez superior ($I_i > I_r$), que pode ter adicionado ou deduzido o valor relativo à expectativa de flutuação da taxa de câmbio em relação à moeda-chave (a^f_i). Por fim, exige-se para títulos de iguais características emitidos na moeda inconvertível, um prêmio adicional, para cobrir o risco de preço decorrente de mercados menos profundos. Assim, ($q_i > q_r$).

A soma desses elementos revela um diferencial desfavorável, de natureza permanente, à moeda inconvertível: $(I_i + q_i + a^f_i) > (I_r + q_r)$. Ademais, esses elementos são dotados de maior volatilidade, em razão do caráter secundário da moeda inconvertível no SMI e da particular volatilidade da sua taxa de câmbio com a moeda reserva. Em suma, títulos em moedas inconvertíveis (ou periféricas) devem aprioristicamente oferecer um maior retorno aos seus detentores, em função basicamente de três elementos correlacionados, mas analiticamente distintos: maior iliquidez da moeda no plano internacional, maiores riscos associados às características dos mercados financeiros locais e risco imane de depreciações cambiais. A dimensão desse diferencial de retorno variará no tempo, mas as hierarquia do SMI determinam que ele não seja jamais eliminado.

Embora, a discussão acima seja relevante para estabelecer os graus de autonomia das políticas macro e, particularmente, monetária, certamente a escolha do regime cambial mais adequado vai além dessa questão. O ponto central aqui é o da importância da flutuação da taxa de câmbio para a moeda reserva e para as demais. Utilizando como analogia a discussão de Cohen (1998), entre *currency internationalization* x *currency substitution*, pode-se postular que o central é a capacidade/possibilidade de um país emitir dívidas na sua própria moeda, seja no espaço doméstico, seja no internacional e que ademais, seu espaço doméstico seja utilizado como *locus* da emissão de dívidas de não residentes, todas essas operações, bem entendido, denominados na moeda nacional. Em termos genéricos, quanto mais relevante a importância de uma moeda na denominação de débitos e créditos domésticos e transfronteiriços (*cross borders*), menor é a relevância do regime cambial.

Essas características determinam várias implicações para a moeda reserva. A principal delas, decorrente do fato de que as dívidas são emitidas na própria moeda, é a ausência do *original sin* e, mais especificamente do *currency mismatch*. Isto significa que diferentemente das demais jurisdições, nas quais as dívidas são emitidas em parte ou integralmente na moeda reserva, a flutuação da taxa de câmbio não tem relevância para esta última, exceto em períodos de grande redução da aversão ao risco quando os residentes acumulam ativos em terceiras moedas – como vimos, sempre em

proporção muito inferior aos passivos. Ao contrário, a flutuação da taxa de câmbio é muito relevante para as demais moedas cujos agentes emitiram dívidas em terceiras moedas.

Outro aspecto decisivo da menor relevância do regime cambial para a moeda reserva diz respeito ao *passtrough*. Na verdade, não existe repasse de preços na moeda reserva quando varia a sua taxa de câmbio com as demais moedas. A razão essencial para isto é que os preços relevantes são fixados em dólar. Isto vale para os preços domésticos, mas também para preços internacionais essenciais como as matérias-primas (*commodities*) e muitos preços de bens industriais e de serviços que são produzidos sob condição de concorrência ou que tem no mercado americano, seu destino principal. Do ponto de vista formal cabe também considerar que o dólar é a principal unidade de conta do comércio internacional seja nas trocas de terceiros países com os EUA seja entre si.

A pergunta que surge então é esta: se a flutuação da taxa de câmbio não é relevante para a moeda reserva e pode ser muito prejudicial para as demais, porque não se opta por um regime de câmbio fixo, tal qual no padrão-ouro? A resposta está em parte implícita na pergunta. Porque não interessa ao país detentor da moeda reserva, pois, seus benefícios com isto são limitados. Isto porque a existência de moedas-ativos e a volatilidade de seu valor ante a moeda reserva reforça o estatuto dessa última, como abrigo e âncora da riqueza. Do ponto de vista das demais moedas a flutuação das suas taxas de câmbio com a moeda reserva cria a necessidade de encontrar estabilizadores desta flutuação o que exige por exemplo a acumulação de lastro – reservas em divisas – o que termina por reforça a preeminência da moeda reserva. A seção seguinte dedica-se justamente a discutir a natureza das moedas periféricas e, em decorrência, os efeitos dos ciclos de liquidez, a escolha dos regimes cambiais e a autonomia de política econômica nos países emissores de tais moedas.

3. A hierarquia intensificada do SMI financeirizado: a moeda periférica

A despeito da inquestionável supremacia do dólar e do seu privilégio exorbitante, discutidos anteriormente, o SMI é composto por uma miríade de outras moedas, com graus muito distintos de importância para a economia internacional. Para além da moeda-chave, são poucas as moedas que desempenham, em âmbito global – integral ou parcialmente – as funções clássicas da moeda. Além do dólar estadunidense, discutido na seção 2, é possível incluir nessa lista de moedas centrais o euro, a libra esterlina, o franco suíço e os dólares canadense e australiano. As centenas de outras moedas que compõem o SMI são moedas periféricas ou inconversíveis, com importância marginal para a economia mundial e vítimas de um fardo compulsório que será aqui discutida. Algumas dessas moedas são demandadas por investidores internacionais, mas de forma especulativa – ou seja, não são demandadas propriamente como moedas, mas como ativos financeiros (De Conti, 2011).

No contexto de financeirização, as características da moeda-chave determinam certas características também para as demais moedas do SMI. Assim, as metamorfoses pela qual passou o dólar estadunidense, discutidas na seção 2, têm implicações diretas sobre as moedas periféricas. A subseção abaixo discutirá a “natureza” da moeda periférica para, posteriormente, discutirmos questões relativas à autonomia de política econômica nos países emissores dessas moedas e os efeitos dos ciclos de liquidez.

3.1 A natureza da moeda periférica

Em primeiro lugar, é importante ressaltar, como feito na seção 2, o caráter fiduciário da moeda no SMI contemporâneo. A partir de 1971 – e de forma unilateral –, os EUA decretaram o fim da conversibilidade do dólar em ouro. Assim, decretaram também que as moedas pareadas no dólar deixavam, igualmente, de ter essa âncora no metal. A priori, configurou-se, portanto, o mundo das moedas fiduciárias, que não têm valor intrínseco algum, nem tampouco uma paridade a ser respeitada como o ouro. No entanto, para as moedas periféricas, no contexto de globalização financeira, a experiência histórica recente revela a absoluta necessidade de estabelecimento de uma âncora, que permita que essas moedas gozem de alguma confiabilidade; e essa âncora nada mais é do que o próprio estoque acumulado da moeda-chave (ou de títulos públicos nela denominados).

Como se sabe, o caráter fiduciário da moeda alicerça-se na confiança dos agentes. Mais precisamente, os agentes aceitam pagamentos em uma determinada moeda, pois confiam que poderão usá-la para também efetuarem pagamentos ou simplesmente porque confiam que ela preservará seu valor intertemporalmente, configurando-se como uma boa maneira de salvaguardar riqueza. É essencial perceber, contudo, que essa confiança tem uma dupla dimensão. A primeira delas é doméstica, relacionada à percepção de risco dos residentes no tocante ao desempenho da função reserva de valor – da moeda em si (ou seja, baixa inflação), mas também dos títulos de baixo risco de crédito denominados nessa moeda. A segunda dimensão é externa, e relaciona-se à capacidade de os não residentes (e, em casos extremos, também os residentes) converterem e reconverterem seus ativos na moeda-chave (o repositório e denominador da riqueza global) sem grandes perdas (o que depende de uma institucionalidade permissiva – liberalização financeira –, mas também de relativa estabilidade cambial, associada à existência de uma oferta permanente de moeda reserva).

Como resultado dessa dinâmica, o que se nota é que no atual contexto de globalização financeira, o caráter fiduciário da moeda periférica deve ser relativizado, por dois motivos: i) não é verdade que a moeda periférica pode prescindir de uma âncora, entendida como uma garantia *de jure* e *de facto* de conversibilidade em moedas centrais, assegurada comumente pela manutenção de estoques elevados de reservas internacionais; ii) a necessidade de inspirar confiança aos agentes (residentes e não residentes), nas duas dimensões apresentadas acima, exige imensos sacrifícios à autonomia de política econômica dos países em questão (como se verá adiante), que pode no limite significar uma subordinação aos ditames dos mercados financeiros.

A segunda característica da moeda-chave que foi gradualmente se impondo como norma também às moedas periféricas é a flexibilidade de suas taxas de câmbio. Depois do fim da conversibilidade do dólar em ouro, houve ainda uma tentativa de manutenção das taxas de câmbio fixas que haviam caracterizado o regime de Bretton Woods, mas já em 1973 os principais países do globo passaram a permitir a flutuação de suas moedas. Desde então, houve, nos anos 1990, um período de defesa, por parte do *mainstream* econômico e das instituições multilaterais, do chamado “*hollow middle*”, mas as crises por que passaram diversos países com regimes de câmbio fixo resultaram em uma defesa exclusiva, por parte da economia convencional, da plena flexibilidade cambial.

Entretanto, moedas periféricas tendem a apresentar elevada volatilidade cambial e uma maior frequência de *overshootings* e, no longo prazo, tendência a oscilações muito grandes de patamar, normalmente em função da maior sensibilidade aos ciclos de liquidez. Essa variabilidade excessiva

pode gerar pressão inflacionária e problemas associados ao *currency mismatch*, impedindo qualquer previsibilidade por parte dos agentes econômicos, o que resulta em custos de hedge e/ou incentivo a comportamentos especulativos. Assim, nota-se claramente que a despeito de a maior parte dos países do globo declarar oficialmente que adota regimes cambiais de livre flutuação, na prática, predomina, sobretudo nos países de moedas periféricas, a flutuação suja⁴. Ou seja, se no país emissor da moeda-chave é possível que a política monetária efetivamente se desconecte da necessidade de administrar a taxa de câmbio, dado que a riqueza global e as dívidas do país emissor estão denominando na sua própria moeda. Nos países emissores de moedas periféricas a realidade é outra, e a política monetária é frequentemente usada no esforço para reduzir a volatilidade cambial ou evitar apreciações ou depreciações excessivas. Não por acaso, Flassbeck (2001) e Rey (2013) sugerem que ao invés de uma trindade impossível, existe de fato uma “dualidade impossível”, já que, sobretudo para países emissores de moedas periféricas, a abertura da conta financeira já restringe a autonomia de política monetária, ainda que seja adotado um regime de flutuação cambial.

Uma terceira característica da moeda-chave que se impôs também ao conjunto das moedas periféricas é a necessidade de serem, do ponto de vista jurídico/institucional, facilmente conversíveis nas demais moedas. De fato, o contexto enseja, entre as moedas periféricas, uma espécie de “corrida pela máxima liquidez”, em um claro esforço para que se tornem atraentes também aos olhos dos investidores internacionais. Afinal, como discutido acima, essa atratividade é uma exigência do caráter fiduciário dessas moedas no contexto de globalização financeira e dá aos respectivos países a esperança de acesso ampliado aos fluxos internacionais de capital.

No entanto, há aí um aspecto crucial a se levar em conta. As moedas são o único ativo detentor de uma liquidez que lhe é inerente, advindo de seu caráter como riqueza geral. Os outros ativos não têm uma liquidez própria e as características de sua intercambialidade são dadas pelos seus mercados (Orléan, 1999). De maneira análoga, apenas aquelas que são moedas no plano internacional – ou seja, as moedas centrais – detêm, nesse âmbito, a liquidez que é própria da moeda, que podemos chamar de “liquidez da divisa” (De Conti, 2011). Já as moedas periféricas, ainda que detendo a liquidez da moeda nos seus países de emissão, não sendo moedas no plano internacional – mas apenas ativos financeiros –, não detêm, nesse âmbito, a liquidez da divisa.

Assim, quando os países periféricos entram na supramencionada “corrida pela liquidez”, por meio da liberalização de seus mercados cambiais, estão no fundo agindo sobre a liquidez desses mercados, mas não sobre a liquidez da divisa, que é própria das moedas centrais. Dizendo de outra forma: ainda que os mercados cambiais dos países periféricos se tornem extremamente abertos e líquidos – e de certa maneira garantidos ou “lastreados” na sua operação corrente por elevadas reservas em divisas –, essas moedas não serão jamais detentoras da liquidez que é própria da divisa, que advém de seu papel de meio de pagamento e reserva de valor em âmbito internacional (e que depende, por sua vez, de aspectos estruturais da configuração do SMI). Ao contrário, a liberalização dos mercados cambiais tende a estimular a especulação (Orléan, 1999), aumentando a volatilidade cambial e gerando ainda mais incertezas sobre a possibilidade de conversão dessa moeda em uma forma de riqueza internacional de maneira imediata e sem perda financeira.

(4) Calvo and Reinhardt (2000) já alertavam sobre o “fear of floating”.

Para sintetizar os debates desta subseção, é útil retomar a precisa assertiva de Théret (2007): “a crise revela a natureza da moeda”. Pelo exposto acima, nota-se que as crises de fato revelam a natureza da moeda periférica, quais sejam: i) incompletude de seu caráter fiduciário; ii) inviabilidade de uma taxa de câmbio totalmente flexível; e, associada ao ponto (i), iii) inexistência de liquidez no plano internacional. Tais características, que configuram o que aqui está se chamando de “natureza da moeda periférica”, têm importantes implicações sobre a autonomia de política econômica dos países em tela e os efeitos que sofrem dos ciclos de liquidez internacional.

3.2 Autonomia de política econômica e efeitos dos ciclos de liquidez

Entre as discussões da teoria convencional relativas à autonomia de política econômica – apresentadas anteriormente – e a realidade vivida pelos policy makers dos países emissores de moedas periféricas há uma enorme distância, proporcional ao grau de incompreensão de certas correntes da economia quanto às diferentes naturezas das moedas e, em decorrência, quanto aos efeitos dos ciclos de liquidez internacional sobre os respectivos países.

De fato, quando a preferência pela liquidez dos investidores internacionais em relação à moeda-chave é baixa, podem originar-se bolhas em mercados de ativos distintos, já que se inicia uma busca pela rentabilidade. Nesse contexto, as moedas periféricas, podem ser elas mesmas, objeto dessas bolhas, já que os fluxos de capitais para os seus países se elevam sobremaneira⁵. Assim, essas moedas tendem a entrar em um ciclo de apreciação que é retroalimentado pela expectativa de novas valorizações, gerando para os investidores internacionais o chamado *double gain* (ganho com os juros altos e com a valorização da moeda). No entanto, a moeda-chave segue sendo o refúgio em contextos de incerteza exacerbada. Desse modo, quando – por qualquer motivo, geralmente alheio aos países periféricos – a preferência pela liquidez em âmbito internacional se eleva, ocorrem os clássicos movimentos de fuga para a qualidade, ou seja, de busca da moeda reserva do sistema. A contraparte desse processo é o abandono das moedas periféricas – e dos títulos nelas denominados –, gerando, em geral, *overshootings* cambiais e, em países com baixas reservas internacionais, até mesmo o risco de escassez de divisas.

Em linha com a paridade descoberta da taxa de juros (UIP), a teoria econômica *mainstream* propugna que nos países ditos “emergentes”, a taxa de juros básica seria definida por: $i = i^* + EMBI + \Delta_{fx}^e$. Onde i^* é a taxa de juros básica do sistema (do país emissor da moeda-chave); EMBI é o *emerging Market bonds index*; e Δ_{fx}^e é a variação cambial esperada. Nesse arcabouço, feitas as ponderações relativas aos riscos associados à posse de ativos em distintos países, a rentabilidade desses ativos se igualaria pela variação da taxa de câmbio entre as moedas em questão. Esse teorema vem sendo refutado por inúmeros trabalhos empíricos e o raciocínio aqui exposto nos ajuda a entender os motivos. De fato, nos momentos de euforia da economia internacional, a entrada massiva de recursos nos países periféricos – estimulada pelas altas taxas de juros – tende a gerar a apreciação da moeda periférica, de forma que o diferencial de rentabilidade não é anulado, mas, pelo contrário, é ampliado. Ao contrário, nos momentos em que ruí o estado de expectativas otimistas dos investidores

(5) Em alguns países, esse processo pode ser estimulado (ou aprofundado) por um ciclo de alta nos preços das *commodities*.

internacionais, o *sudden stop* dos fluxos de capitais para países periféricos tende a promover simultaneamente um aumento no EMBI e um *overshooting* cambial, escapando também às possibilidades explicativas da UIP.

Portanto, nos momentos de baixa preferência internacional pela liquidez e decorrente *search for yield*, há elevada procura pelas moedas periféricas, demandadas como “ativos financeiros” que oferecem alta rentabilidade. Os momentos de crise, no entanto, revelam que aos olhos dos investidores internacionais as moedas periféricas simplesmente não são moedas e, por mais líquidos que sejam seus mercados, os agentes passam a buscar a liquidez da divisa, detida exclusivamente pelas moedas centrais. Dessa forma, os ciclos de liquidez, originados na moeda-chave, resultam em ciclos cambiais das moedas periféricas, que se apreciam nos momentos de abundância de liquidez e se depreciam nos momentos de reversão. Vale ainda destacar uma grande assimetria no timing desses movimentos cambiais, já que a apreciação é geralmente lenta e gradual, enquanto a depreciação tende a ocorrer de forma abrupta.

Essa reversão dos ciclos de liquidez pode ter intensidades variadas e a história recente é pródiga na demonstração de momentos de escassez de divisas para países periféricos, com crises de balanço de pagamentos que inevitavelmente resultam em crises cambiais e, muitas vezes, na necessidade de recorrer aos empréstimos do Fundo Monetário Internacional e suas condicionalidades. A partir de 1979, por exemplo, a “política do dólar forte” conduzida por Paul Volcker no Federal Reserve promoveu uma fuga de capitais dos países periféricos que levou a default parte importante da periferia do mundo capitalista ao longo da década de 1980. No decênio seguinte, as crises do México em 1994, do sudeste asiático em 1997, da Rússia em 1998 e do Brasil em 1999 tiveram componentes análogos, com crises cambiais que exigiram uma reorientação das respectivas economias domésticas.

Nesse cenário, não é difícil perceber como os países emissores de moedas periféricas têm grau muito reduzido de autonomia de política econômica. A começar pela política cambial, que enfrenta muitas dificuldades quando o intuito é reduzir a potencial volatilidade cambial e/ou manter a taxa de câmbio em um patamar competitivo. Como indicam Carneiro e Belluzzo (2003), a depreciação de uma moeda periférica não gera um aumento pela sua demanda, mas, ao contrário, fugas adicionais dessa moeda – e, portanto, depreciações adicionais. Para a compreensão dessa dinâmica, é crucial notar que não há um limite previamente estipulável para essa depreciação, de maneira que a especulação estabilizadora propugnada por Friedman (1953) simplesmente não se verifica. Ao contrário, em um típico comportamento de manada, os agentes internacionais tendem a mover-se na mesma direção, amplificando os movimentos de apreciação e, depois, de depreciação dessas moedas.

Diante disso – e dadas as características estruturais dos países periféricos, como o alto passivo dolarizado e correspondente *currency mismatch*, e um *pass-through* elevado do câmbio para os preços internos –, há invariavelmente um esforço de contenção da excessiva volatilidade cambial, que acaba por envolver o manejo das taxas de juros. Assim, a política monetária fica completamente comprometida por uma ação reativa aos ciclos de liquidez internacional e à excessiva variabilidade da taxa de câmbio. Ou seja, a volatilidade cambial gera também uma excessiva volatilidade das taxas de juros nesses países. Adicionalmente, o patamar das taxas de juros nos países emissores de moedas

periféricas tende a ser a priori mais elevado, como visto na seção 2. Afinal, se em uma ótica keynesiana os juros são o prêmio pela renúncia à liquidez, os ativos denominados em moedas periféricas devem incorporar o prêmio pela não detenção de liquidez no plano internacional – nos termos apresentados na seção 2: $i_i > i_r$. Destarte, por motivos exógenos – e relacionados às assimetrias do SMI –, a política monetária dos países emissores de moedas periféricas está condicionada à convivência com taxas de juros mais elevadas e voláteis do que nos países emissores de moedas centrais.

Por fim, é importante destacar que a natureza não plenamente fiduciária da moeda periférica – discutida acima – tem efeitos diretos sobre a margem de manobra da política fiscal praticada nesses países. Afinal, a confiança dos investidores internacionais sobre a moeda em questão dependerá em geral de uma análise dos resultados orçamentários do setor público e de sua estrutura ativa e passiva. Logo, mesmo o endividamento em moeda local acaba sendo condicionado pela percepção dos investidores (detentores de títulos públicos) sobre os potenciais efeitos dos resultados fiscais sobre a sua estrutura patrimonial. Concretamente, isso ocorre por uma constante vigilância por parte das agências de avaliação de risco, que reduz enormemente a autonomia da política fiscal.

Nota-se, então, que em uma economia global financeirizada e integrada, países periféricos sofrem pesadamente os efeitos dos ciclos de liquidez internacional, e detêm graus de autonomia de política econômica que, apesar de variáveis – em função notadamente do nível de abertura da conta financeira e do estoque de reservas internacionais –, tende a ser bastante reduzido (se comparado àquele dos países centrais, mas também àquele desses próprios países periféricos em períodos pretéritos, nos quais a economia global não estava assentada sobre um padrão sistêmico de hegemonia das finanças).

4. Considerações finais

Ao longo desse texto procurou-se demonstrar uma ideia central: o Sistema Monetário Internacional contemporâneo, financeirizado, exacerbou a hierarquia monetária que sempre o caracterizou nos seus vários arranjos históricos. Uma série de distinções foram analisadas, destacando-se:

- A natureza fiduciária das moedas conversíveis, em particular da moeda-reserva, em contraste com natureza ancorada das moedas inconversíveis, cuja aceitação, mesmo parcial, depende da acumulação de expressivos montantes de reservas em divisas – em particular em dólar – e títulos de baixo risco nelas denominados. Ou seja, mesmo para desempenhar o limitado papel de moedas-ativo, as moedas periféricas têm que assegurar a sua aceitação por meio de uma garantia *de facto* da sua conversibilidade.
- O caráter intrínseco e insuperável da hierarquia monetária expresso em diferenças de patamar e volatilidade dos preços macroeconômicos-chave: taxas de juros e taxas de câmbio. Essa configuração cria para as moedas inconversíveis uma desvantagem permanente configurada na atração de fluxos de capitais de caráter especulativo e constitui ademais um desestímulo ao investimento doméstico
- A capacidade unilateral de originação e propagação global dos ciclos financeiros no país emissor da moeda reserva, determinado pela combinação do estado da preferência pela liquidez

com a postura da política monetária. Os emissores de moeda periférica utilizam recorrentemente sua política macroeconômica para atenuar os efeitos deste ciclo, sobre o qual não possuem ingerência, relegando os objetivos domésticos da política econômica a segundo plano.

Pode-se arguir, com razão, que hierarquias e assimetrias sempre fizeram parte do SMI nas suas várias fases históricas. Contudo, o que se procurou ressaltar nesse texto é o caráter inusitado das mesmas no SMI contemporâneo, tanto na sua configuração, quanto na intensidade. No atual contexto de financeirização, a exacerbação da importância da função reserva de valor, exercida de forma plena pela moeda-chave do sistema, leva ao paroxismo o privilégio exorbitante de seu país emissor. Por sua vez, a dinâmica dos preços macroeconômicos-chave, o aprisionamento da política macroeconômica e a dependência do ciclo de liquidez engendrado nos países centrais revela a outra face do SMI financeirizado, qual seja, o particular posicionamento na hierarquia de moedas constitui um *fardo compulsório* para o desenvolvimento dos países periféricos.

5. Referências bibliográficas

AGLIETTA, M.; VALLA, N (2017). *Macroéconomie financière*. Paris: Collection grands repères manuels.

AVDJIEV, S.; MCCAULEY, R. N.; SHIN, H. S. (2015). *Breaking free of the triple coincidence in international finance*. (BIS Working Paper, n. 524).

BELLUZZO, L. G. (1997). Dinheiro e a transfiguração da riqueza. In: TAVARES, M. da C.; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Editora Vozes. p. 151-193.

BERNANKE, B. S. (2009). Asia and the global financial crisis. *Asia and the Global Financial Crisis*, 11.

BIANCARELI, A. M. (2007). *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Tese (Doutoramento)–IE/Unicamp.

BORIO, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt? *Journal of Banking & Finance*, 45, p. 182-198.

BORIO, C.; DISYATAT, P. (2010). Global imbalances and the financial crisis: Reassessing the role of international finance. *Asian Economic Policy Review*, v. 5, n. 2, p. 198-216.

BUITER, W. H. (2007). *Lessons from the 2007 financial crisis*.

CALVO, G. A.; REINHART, C. M. (2000). *Fear of Floating*. (NBER Working Paper, n.7993).

CARNEIRO, R. (2008). Globalização e inconvertibilidade monetária. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 28, n. 4, p. 539-556.

CARNEIRO, R. (2010). O dólar e seus rivais. *Observatório da Economia Global*, Textos Avulsos, Campinas, n. 1, Abr.

CARNEIRO, R. (2019). Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira. Parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky. *Economia e Sociedade*, v. 28, n. 2, p. 293-312.

- CARNEIRO, R. (2020). Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira. Parte II: uma reflexão sobre a financeirização a partir da literatura contemporânea. *Economia e Sociedade*, v. 29, n. 3.
- CHINN, M.; FRANKEL, J. A. (2008). Why the euro will rival the dollar. *International Finance*.
- COHEN, B (1998). *The geography of money*. Cornell University Press.
- DE CONTI, B. (2011). *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. Tese (Doutoramento)–Campinas, IE/Unicamp.
- DE CONTI, B.; 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*, v. 23, n. 2, p. 341-372.
- EICHENGREEN, B (2009). *The financial crisis and global policy reforms*. Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, October 18-20.
- EICHENGREEN, B. (2019). *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. Princeton University Press.
- EICHENGREEN, B.; MEHL, A.; CHIȚU, L (2018). *How global currencies work: past, present, and future*. Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- FLASSBECK, H. (2001). *The exchange rate: economic policy tool or market price?* UNCTAD Discussion Papers, n. 157.
- FRIEDMAN, M (1953). The case for flexible exchange rates. In: FRIEDMAN, M. *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- FRITZ, B.; DE PAULA, L. F.; PRATES, D. M. (2018). Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 15, n. 2, p. 208-218.
- GOURINCHAS, P. O.; REY, H.; GOVILLOT, N. (2010). *Exorbitant privilege and exorbitant duty* (No. 10-E-20). Tokyo: Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.
- HELLEINER, E.; KIRSHNER, J. (Ed.). (2012). *The future of the dollar*. Cornell University Press.
- KALTENBRUNNER, A. (2015). A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 38, n. 3, p. 426-448.
- KALTENBRUNNER, A.; LYSANDROU, P. (2017). The US dollar's continuing hegemony as an international currency: a double-matrix analysis. *Development and Change*, v. 48, n. 4, p. 663-691.
- KRUGMAN, P (2009). Revenge of the glut. *The New York Times*, 1 Mar.
- LAPAVITSAS, C. (2011). Theorizing financialization. *Work, Employment and Society*, v. 25, n. 4, p. 611-626.
- MINSKY, H. P. (1992). *The financial instability hypothesis*. (The Jerome Levy Economics Institute Working Paper, n. 74).

OCAMPO, J. A. (2001). *International asymmetries and the design of the international financial system*. Santiago, Chile: CEPAL, abr. (Serie Temas de Coyuntura, n. 15).

ORLÉAN, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*. Paris: Editions Edile Jacob.

PRATES, D. M. (2002). *Crises financeiras nos países “emergentes”*: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutoramento)–Campinas, IE/Unicamp.

PREBISCH, R. (1949). El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. In: GURRIERI, A. *La obra de Prebisch en la Cepal*. México: Fondo de Cultura Económica, 1982.

REY, H. (2015). *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence* (No. w21162). National Bureau of Economic Research.

THÉRET, B. (2007). *La monnaie au prisme de ses crises d’hier et d’aujourd’hui*. In: THÉRET, B. (Org.). *La monnaie dévoilée par ses crises*. Paris: Edition de l’EHESS, v. 1.

VAN DER ZWAN, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, v. 12, n. 1, p. 99-129.