

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

João Felipe Corrêa da Silva

A geopolítica da internacionalização de moedas nacionais

Florianópolis

2021

João Felipe Corrêa da Silva

A geopolítica da internacionalização de moedas nacionais

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Relações Internacionais do Centro Socioeconômico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientadora: Prof^ª. Dr^ª. Patricia Fonseca Ferreira Arienti

Florianópolis

2021

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Silva, João Felipe Corrêa da
A geopolítica da internacionalização de moedas nacionais
/ João Felipe Corrêa da Silva ; orientadora, Patricia
Fonseca Ferreira Arienti, 2021.
106 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio
Econômico, Graduação em Relações Internacionais,
Florianópolis, 2021.

Inclui referências.

1. Relações Internacionais. 2. Moeda internacional. 3.
Hierarquia monetária. 4. Poder monetário. 5. Hegemonia do
Dólar. I. Arienti, Patricia Fonseca Ferreira. II.
Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em
Relações Internacionais. III. Título.

João Felipe Corrêa da Silva
A geopolítica da internacionalização de moedas nacionais

Florianópolis, 13 de setembro de 2021.

O presente Trabalho de Conclusão de Curso foi avaliado e aprovado com a nota 10,0 pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof^ª. Dr^ª. Patricia Fonseca Ferreira Arienti
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof^ª. Dr^ª. Desiree Almeida Pires
Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho

Prof^ª. Me^a. Janypher Marcela Inácio Soares
Universidade Federal de Santa Catarina

Certifico que esta é a **versão original e final** do Trabalho de Conclusão de Curso que foi julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais por mim e pelos demais membros da banca examinadora.

Prof^ª. Dr^ª. Patricia Fonseca Ferreira Arienti
Orientadora

Florianópolis
2021

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, minha família por seu apoio incondicional: meus pais, Maria Zélia e Ronaldo, e meu irmão, José Ronaldo.

Em segundo lugar, meu obrigado a todos aqueles que de alguma forma se preocuparam e me ajudaram nos momentos desafiadores durante a elaboração deste trabalho: Lucas, Matheus, Paulo, Matiolla, Márcia, Cláudia, Lidiane, Franciele e Ianara.

Finalmente, sou grato à minha orientadora, Patricia, pela diligência e inspiração.

“You have meddled with the primal forces of nature, Mr. Beale, and I won't have it!! Is that clear?! You think you've merely stopped a business deal. That is not the case. The Arabs have taken billions of dollars out of this country, and now they must put it back! It is ebb and flow, tidal gravity! It is ecological balance!

[...]

There is only one holistic system of systems, one vast and immane, interwoven, interacting, multivariate, multinational dominion of dollars. Petro-dollars, electro- dollars, multi-dollars, reichmarks, rins, rubles, pounds, and shekels.

It is the international system of currency which determines the totality of life on this planet. That is the natural order of things today. That is the atomic and subatomic and galactic structure of things today! And you have meddled with the primal forces of nature, and you, will, atone!”

– Excerto do roteiro de *Network* (1976)
escrito por Paddy Chayefsky

RESUMO

Este trabalho fornece uma revisão abrangente e sistemática da literatura sobre a internacionalização de moedas nacionais. Tem-se por objetivo principal elucidar a relação entre moeda e poder estatal a fim de melhor compreender a distribuição subsequente de riqueza e influência nas relações internacionais. Discute-se as origens da moeda; a definição de moeda internacional; os determinantes da internacionalização de moedas; a formação de uma hierarquia de moedas; o conceito de poder monetário; os custos e benefícios da emissão de moedas internacionais; os efeitos das estruturas de rede na dinâmica monetária e; finalmente, as implicações da hegemonia do Dólar para o sistema monetário internacional e a geopolítica mundial em geral. Conclui-se que moeda e poder estatal são mutuamente endógenos, constituindo ciclos retroalimentáveis que historicamente alicerçaram a ascensão e queda de grandes potências e suas empreitadas hegemônicas na construção de ordens mundiais.

Palavras-chave: Moeda internacional. Hierarquia monetária. Poder monetário. Hegemonia do Dólar. Ordem mundial.

ABSTRACT

This essay provides a comprehensive and systematic review of the literature on the internationalization of national currencies. It has the primary aim of elucidating the relationship between currency and state power in order to better comprehend the subsequent distribution of wealth and influence in international relations. It discusses the origins of currency; the definition of an international currency; the determinants of currency internationalization; the formation of a currency hierarchy; the concept of currency power; the costs and benefits of international currency issuance; the effects of network structures in monetary dynamics and; finally, the implications of the current Dollar hegemony for the international monetary system and world geopolitics at large. It concludes that currency and state power are mutually endogenous, constituting self-reinforcing cycles which historically underpinned the rise and fall of great powers and their hegemonic endeavors in building world orders.

Keywords: International currency. Currency hierarchy. Monetary power. Dollar hegemony. World order.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|---|----|
| Diagrama 1 – Fatores de atração do uso de uma moeda internacional | 40 |
| Diagrama 2 – Pirâmide monetária..... | 59 |
| Diagrama 3 – Manifestações das três faces do poder..... | 65 |
| Diagrama 4 – Centralidade do Dólar no mercado de câmbio (2013)..... | 88 |
| Diagrama 5 – Ciclos retroalimentáveis de uma moeda internacional..... | 93 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 – Funções monetárias de moedas internacionais..... | 35 |
| Tabela 2 – Benefícios e custos da emissão de moedas internacionais | 68 |

SUMÁRIO

| | | |
|--------------|---|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO | 21 |
| 2 | ORIGENS DA MOEDA | 25 |
| 3 | INTERNACIONALIZAÇÃO DE MOEDAS NACIONAIS | 31 |
| 3.1 | FUNÇÕES DE MOEDAS INTERNACIONAIS..... | 34 |
| 3.2 | DETERMINANTES DO USO DE MOEDAS INTERNACIONAIS..... | 38 |
| 3.2.1 | Conversibilidade..... | 39 |
| 3.2.2 | Fatores de atração | 40 |
| 3.2.2.1 | <i>Amplitude transacional</i> | <i>41</i> |
| 3.2.2.2 | <i>Desenvolvimento financeiro.....</i> | <i>43</i> |
| 3.2.2.3 | <i>Estabilidade macroeconômica</i> | <i>46</i> |
| 3.2.2.4 | <i>Eficiência institucional.....</i> | <i>47</i> |
| 3.2.2.5 | <i>Segurança nacional.....</i> | <i>51</i> |
| 3.2.2.6 | <i>Afinidade política</i> | <i>52</i> |
| 3.2.3 | Fabricação..... | 53 |
| 4 | HIERARQUIA MONETÁRIA | 57 |
| 5 | PODER MONETÁRIO | 63 |
| 5.1 | BALANÇA DE PAGAMENTOS E “PODER DE AJUSTE” | 66 |
| 5.2 | BENEFÍCIOS E CUSTOS DA EMISSÃO DE MOEDAS INTERNACIONAIS | 67 |
| 5.2.1 | Benefícios..... | 69 |
| 5.2.1.1 | <i>Redução dos custos de transação.....</i> | <i>69</i> |
| 5.2.1.2 | <i>Senhoriagem internacional</i> | <i>70</i> |
| 5.2.1.3 | <i>Flexibilidade macroecômica</i> | <i>71</i> |
| 5.2.1.4 | <i>Alavancagem geopolítica</i> | <i>72</i> |
| 5.2.1.5 | <i>Prestígio</i> | <i>73</i> |
| 5.2.2 | Custos | 74 |
| 5.2.2.1 | <i>Apreciação cambial.....</i> | <i>74</i> |
| 5.2.2.2 | <i>Acúmulo de passivos externos.....</i> | <i>75</i> |
| 5.2.2.3 | <i>Responsabilidade internacional.....</i> | <i>76</i> |
| 5.3 | “PRIVILÉGIO EXORBITANTE” | 77 |
| 6 | INÉRCIA MONETÁRIA | 81 |
| 7 | HEGEMONIA DO DÓLAR..... | 85 |
| 8 | CONCLUSÃO | 91 |
| | REFERÊNCIAS | 97 |

1 INTRODUÇÃO

A moeda é um fenômeno que encarna as trocas – de bens, serviços e informações – dentro e entre sociedades diversas. Ela foi criada muitas vezes, em muitos lugares e em diferentes épocas. Sua concepção não exigiu avanços tecnológicos significativos – foi, sobretudo, uma revolução mental, que envolveu a criação de uma realidade intersubjetiva existente apenas na imaginação compartilhada das pessoas (HARARI, 2014).

Ela se constitui como um fato social, individual e coletivo, ideal e material, de natureza ao mesmo tempo econômica, política e cultural (THÉRET, 2008). Ela atua como um registro de interações, fornecendo um veículo simbólico que reforça um senso de memória coletiva e fortalece o sentimento de pertencimento pessoal à comunidade; à nação (HELLEINER, 2006; COHEN, 2019). “Enquanto forma suscetível de homogeneizar coisas heterogêneas, [...] de tornar comparáveis os incomparáveis, a moeda assegura a continuidade do tecido social para além de suas descontinuidades.” (THÉRET, 2008, p. 24, tradução e supressão nossa).

Ela é um numerário, uma medida de riqueza, uma forma de reciprocidade, uma explanação de dívida e de materialização do poder de compra (BELL, 1998). Ela é uma representação tangível de soberania e um sinal visível da força de quem a emite (COHEN, 1998, 2019). Como colocado por Subacchi (2017, p. 2, tradução nossa), “moedas são o sangue das nações, sua marca ‘genética’ e identidade, e encarnam o poder e a posição dessas nações no mundo.”

Por tudo que ela representa e para além de qualquer abstração, a inferência de que a moeda tem uma íntima ligação com poder é naturalmente onipresente. Uma vez que não há nada que ocorra nas relações globais que não seja sensível aos seus fluxos, ela converte-se, de fato, em uma das peças-chave para a compreensão da balança de poder na geopolítica mundial (WINECOFF, 2014; COHEN, 2019). Entretanto, tal ligação é geralmente tida como dada; um simples fato consumado. “Grandes potências têm grandes moedas”, como asseverado por Mundell (1993 apud COHEN, 2015, p. 1, tradução nossa).

Não obstante, como colocado por Krugman (1998 apud WINECOFF, 2014, p. 104, tradução e interpolação nossa): “quando um refinador japonês compra petróleo kuwaitiano, digamos, os contratos estão em dólares. Este é um testemunho da influência econômica dos Estados Unidos, mas lisonjeio de lado, é difícil ver o que [nós americanos] ganhamos com isso.” A valer, a relação entre moeda e poder é intrincada e mais complicada do que a sabedoria convencional nos faz acreditar.

Demonstrar, sistematicamente, de que forma a ligação entre moeda e poder estatal se manifesta nas relações internacionais é uma tarefa complexa que, todavia, será empreendida como o objetivo geral deste trabalho. Na relação entre moeda e o poder do Estado, o que é causa, o que é efeito e quais são as implicações para a distribuição de riqueza e influência no mundo? São essas as questões críticas que se pretende elucidar.

A saber, não existe uma moeda mundial (AGLIETTA, 1986). Apesar disso, uma economia que se pretenda internacional precisa de algum tipo de dinheiro internacionalmente aceito com o qual fazer transações. Historicamente, esse papel é exercido por moedas nacionais, emitidas por Estados soberanos.

À primeira vista, o uso além-fronteiras de uma moeda nacional pode ser interpretado – e comumente o é – como basicamente técnico e puramente econômico, mas, como procurar-se-á evidenciar, a dinâmica monetária internacional é profundamente política. Questões monetárias não podem ser consideradas no vácuo; “os processos econômicos e as decisões políticas não podem ser facilmente separados em partes únicas para serem submetidos a uma abordagem fragmentada, ao custo de uma simplificação excessiva e erro de julgamento.” (OLIVA, 2015, p. 601, tradução nossa). Para este fim, o trabalho será dedicado a uma abordagem conceitual ampla baseada no campo da Economia Política Internacional, sobretudo à luz da obra de Cohen (1971, 1998, 2006, 2012, 2015, 2019, 2020) e das contribuições de Chey (2013, 2014), se propondo especificamente à:

- i. Fornecer uma revisão abrangente e sistemática da literatura existente sobre a internacionalização de moedas nacionais;
- ii. Identificar as forças e fatores que determinam o processo de internacionalização de uma moeda nacional e a consequencial formação de uma hierarquia monetária internacional;
- iii. Examinar como e em que medida uma moeda internacionalizada pode vir a expandir capacidades e o poder de quem a emite.

É importante salientar que não há modelo teórico capaz de formulações empíricas precisas sobre o processo da internacionalização de moedas. Tendo isso em vista, o que podemos fazer é confiar em uma avaliação qualitativa do registro histórico disponível. Ademais, certas ferramentas teóricas desenvolvidas no estudo de sistemas adaptativos complexos por cientistas de análise de rede podem ser úteis para preencher algumas das lacunas deixadas pelas ciências econômicas e políticas (OATLEY, 2014; COHEN, 2015).

O Capítulo 2 inicia o trabalho com uma tentativa de constituir as origens da moeda e quais são suas imbricações com o Estado. O Capítulo 3 define a moeda internacional, contextualizando-a primeiramente em termos de suas funções monetárias e, em seguida, classificando os fatores que promovem e apoiam seu uso transfronteiriço. O Capítulo 4 apresenta a hierarquia formada pela competição entre as diferentes moedas nacionais, subscrita pelas forças de mercado e as capacidades estatais de seus emissores. O Capítulo 5 procura oferecer uma análise sucinta sobre poder amplamente definido, para então estreitar o foco sobre o poder monetário e examinar os custos e benefícios acarretados pela emissão de uma moeda internacional. O Capítulo 6 pondera sobre as dinâmicas monetárias internacionais em função das estruturas relacionais em que estão inseridas. O Capítulo 7 averigua o exemplo do Dólar estadunidense para entender como seu domínio age sobre as relações internacionais. O Capítulo 8 conclui traçando uma conexão entre todas as ideias apresentadas nos capítulos anteriores junto a considerações finais sobre desdobramentos recentes na geopolítica mundial.

2 ORIGENS DA MOEDA

A moeda, como a conhecemos hoje, é o resultado de uma longa evolução. O dinamismo da economia moderna, com sua diversificação e ampla rede de transações, por vezes nos faz obliterar da consciência que em algum ponto no alvorecer da civilização o dinheiro sequer existia. Segundo algumas teorias, nas economias primitivas – caracterizadas pela subsistência e autossuficiência – a troca era esparsa e, portanto, o dinheiro era redundante (LOPES; ROSSETTI, 1998). Com os estágios iniciais da especialização do trabalho (e.g., quando alguns grupos se dedicaram ao cultivo e outros à pesca), veio também a possibilidade de ganhos de produtividade e excedente, o que fez despertar nos indivíduos o interesse pelas vantagens da troca (MENGER, 1892; AUGUSTO, 2011).

Enquanto a economia era limitada a apenas alguns bens, a coincidência de interesses era banal e as pessoas podiam, com certa facilidade, trocar seus produtos diretamente por outros (i.e., escambo). Contudo, conforme a economia continuou sua marcha, uma maior especialização e aprimoramento da divisão do trabalho levou à uma diversificação de bens e serviços produzidos, resultando, por conseguinte, em um aumento dos custos de transação envolvidos (SMITH, 1776/2007). Como exemplificado por Say (1821/1971):

O cuteleiro faminto deve oferecer ao padeiro suas facas em troca de pão; talvez, o padeiro tenha facas o suficiente e queira um casaco; ele está disposto a comprar um do alfaiate com seu pão, mas o alfaiate não quer pão e sim carne do açougueiro; assim por diante, *ad infinitum* (SAY, 1821/1971, p. 218, tradução nossa).

Em suma, o âmbito das trocas diretas torna-se muito restrito dada a sujeição à casualidade de uma “dupla coincidência de interesses” (AUGUSTO, 2011).

De acordo com Menger (1892), alguns indivíduos, por meio da reflexão e da experiência, perceberam que, por sua utilidade, algumas mercadorias passaram a ser mais procuradas do que outras e se dispuseram a tomar aquela de maior aceitabilidade em troca dos produtos que eles mesmos ofertavam – mesmo que já a possuíssem ou que a mesma não tivesse uso imediato para eles – no intuito de aumentar as próprias chances de obterem os produtos que desejavam em trocas subsequentes. Ou seja, primeiro, uma mercadoria essencialmente possui valor de uso; sendo este comum e geral, passa a ter valor de troca. Por economias de escala¹

¹ Economias de escala referem-se a ganhos líquidos de produtividade relativos ao aumento nos custos associados com a expansão da produção ou, neste caso, dos fluxos de transações.

algumas mercadorias passam, então, a funcionar como *meio de troca* e, quando são aceitas como tal, tornam-se dinheiro (i.c., dinheiro-mercadoria) (LOPES; ROSSETTI, 1998).

A partir do momento em que as trocas intermediadas se generalizam e o meio de troca se torna amplamente aceito, o valor de todos os demais bens e serviços passa a ser medido em relação ao dinheiro-mercadoria; cria-se um sistema de preços que passa a refletir as condições gerais de oferta e demanda no qual a lógica bilateral das trocas diretas é substituída pela concorrência (MENGER, 1871/1987 apud AUGUSTO, 2011). Dessa forma, concomitante à sua adoção como meio de troca, o dinheiro passa a ser usado como medida de valor. Ele assume, portanto, a função de *unidade de conta* (LOPES; ROSSETTI, 1998).

A dinâmica do uso do dinheiro, *per se*, cria novas complexidades e demandas. Quando algum dinheiro-mercadoria não é facilmente divisível em unidades de conta menores (e.g., o gado), qualquer preço envolvendo uma fração (e.g., parte de uma vaca) representa um problema de troca (LOPES; ROSSETTI, 1998). Criam-se incentivos para a busca de mercadorias que, além de amplamente aceitas, possam ser facilmente divisíveis e usadas como medida comum para o valor de todos os outros bens e serviços (MENGER, 1892). Outrossim, se o dinheiro-mercadoria é divisível, porém ainda perecível (e.g., grãos), precisa ser armazenado e transportado corretamente ou sua qualidade e, por consequência, valor, se deterioram. Porque os indivíduos não querem ou simplesmente não podem comprar de imediato algo que desejam toda vez que vendem um produto, eles são incentivados a buscar uma mercadoria cujo poder de compra no decorrer do tempo é, de alguma forma, preservado. O dinheiro, por conseguinte, vem a exercer também a função de *reserva de valor* (LOPES; ROSSETTI, 1998).

Assim sendo, o dinheiro teria evoluído de formas rudimentares para formas mais sofisticadas, adquirindo novas funções e características ao adequar-se permanentemente às necessidades do sistema econômico de reduzir custos de transação (MENGER, 1892; LOPES; ROSSETTI, 1998). Segundo Goodhart (1998), a partir daí, muitos economistas e historiadores² vieram a construir modelos que identificaram um caminho natural na adoção de metais preciosos como dinheiro devido às características vantajosas destes (i.e., durabilidade, divisibilidade, portabilidade, homogeneidade, etc.), em uma abordagem que veio a ser conhecida por Metalismo.³

² De acordo com Goodhart (1998), este ponto de vista reuniu um grupo ilustre de economistas como Jevons, Menger, von Mises, Brunner e Alchian (além do endosso de Aristóteles e John Locke).

³ Para Smith (1776/2007, p. 23, tradução nossa), “ao que parece, em todos os países as pessoas acabaram sendo levadas por motivos irresistíveis a atribuir essa função de instrumento de troca preferivelmente aos metais, acima de qualquer outra mercadoria. Os metais apresentam a vantagem de poderem ser conservados, sem perder valor, com a mesma facilidade que qualquer outra mercadoria, por ser difícil encontrar outra que seja menos perecível;

Todavia, ainda segundo Goodhart (1998), tais modelos não reconheceriam as dificuldades informacionais envolvidas, afinal, a pessoa comum tinha pouca capacidade de julgar com exatidão o grau de pureza ou peso de um objeto de ouro ou prata colocado diante dela.

O problema teria sido resolvido, então, pela inovação técnica do processo de cunhagem, por meio do qual os custos de identificação e verificação puderam ser reduzidos através de um método de padronização. Resumidamente, o argumento seria de que uma combinação entre as características inatas dos metais preciosos e a redução de custos propiciada pela cunhagem permitiu que o mercado evoluísse para um sistema monetário pleno (GOODHART, 1998; THE ECONOMIST, 2012).

Entretanto, a evidência histórica mostraria que a cunhagem não se difundiu como manifestação do mercado, mas como uma operação do Estado intimamente ligada à sua atividade mais elementar: a guerra. Segundo Cook (1958) e Graeber (2011), a cunhagem é tida como inventada por volta de 600 a.C. por governantes da Lídia, na Ásia Menor, para o pagamento de mercenários gregos. A moeda lídia mais antiga conhecida valia doze ovelhas – não coincidentemente equivalente ao pagamento de um ano de um mercenário (GRAEBER, 2011).

A cunhagem *per se* não eliminava a possibilidade de falsificação e adulteração dos metais, o que continuaria a acarretar um problema para sua adoção generalizada. Assim, em uma abordagem que veio a ser conhecida por Cartalismo, assumiu-se que o metal se tornou moeda (i.e., dinheiro em sua forma mais desenvolvida) não por ser ouro, prata ou cobre, mas sim por ser forjado com a insígnia da soberania estatal e porque, à bel-prazer da autoridade, apenas com ela é possível liquidar as obrigações impostas pelo próprio Estado (KNAPP, 1924; BELL, 2001; TCHERNEVA, 2006). Em outras palavras, o Estado impõe uma dívida aos indivíduos (e.g., através da tributação) e escolhe o meio pelo qual essa dívida pode ser paga, criando demanda e, conseqüentemente, valor para o dado meio que, então, torna-se dinheiro amplamente aceito (TCHERNEVA, 2006). A moeda seria, *ex ante*, um padrão de pagamento diferido e não um meio de troca com valor intrínseco (KNAPP, 1924; LOPES; ROSSETTI, 1998).

não apenas isso, como podem ser também divididos, sem perda alguma, em qualquer número de partes, já que eventuais fragmentos perdidos podem ser novamente recuperados pela fusão – uma característica que nenhuma outra mercadoria de durabilidade igual possui, e que, mais do que qualquer outra, torna os metais aptos como instrumentos para o comércio e a circulação.”

Segundo Minsky (1986) o dinheiro funcionaria justamente como um item de balanço – um ativo para o detentor e um passivo para o emissor – e, portanto, representaria quintessencialmente uma relação crédito-dívida. A ver, “se o dinheiro é dívida, claramente qualquer um pode emitir dinheiro.” (MINSKY, 1986, p. 228, tradução nossa). O importante, no entanto, não é a capacidade de criar-se dívida, mas a capacidade de induzir alguém a segurá-la. “O dinheiro é criado [...] quando uma das partes está disposta a endividar-se e a outra está disposta a deter essa dívida.” (WRAY, 1990 apud BELL, 1998, tradução nossa).

Tal dinâmica produz dinheiros com variados graus de aceitabilidade, sugerindo uma ordenação hierárquica⁴ onde cada passivo é conversível em uma forma mais alta e mais aceitável de dívida (BELL, 2001). O que conta como ativo e o que conta como passivo depende de ponto de vista e da posição na hierarquia – quanto mais abaixo nela, mais fácil é ver o ativo como refletindo a dívida de outrem (MEHRLING, 2012).

Para o Estado, o problema de aceitabilidade é resolvido pelo monopólio do uso da força e seu poder de coerção (BELL, 2001; TCHERNEVA, 2006, 2016). Todos os agentes econômicos são obrigados a entregar promessas de um terceiro, ou algo fora da relação crédito-dívida, para liquidar seus passivos.⁵ O Estado, porém, baseado em sua força, pode entregar a própria promessa para liquidar as próprias dívidas e, por isso, seu dinheiro se estabelece no topo da hierarquia (TCHERNEVA, 2006). A única coisa pela qual o Estado é responsável é aceitar sua própria promessa como pagamento em seus órgãos fiscais (WRAY, 2003 apud TCHERNEVA, 2006).

Inicialmente, as pessoas não possuíam cognição suficiente para considerar o dinheiro apenas como numerário e, por essa razão, foi conveniente definir como tal coisas que possuíam algum valor de uso intrínseco (HARARI, 2014). Posteriormente, comprovantes de depósito, certificados e outros instrumentos constituidores de uma reivindicação sobre bens e mercadorias vieram a circular em diferentes lugares e em diferentes momentos funcionando como dinheiro representativo. Foi então na China do século XIII d.C., durante o reinado mongol de Kublai Khan, onde se verificou convictamente que o dinheiro poderia ser criado a partir do nada (PRASAD, 2016). De acordo com Prasad (2016, p. 7, tradução e ênfase nossas), “embora o papel-moeda tenha sido usado durante a dinastia Song, Kublai pode ser creditado com duas inovações importantes (e intimamente relacionadas): a *moeda fiduciária* e o *curso forçado*.”

⁴ Para uma análise mais completa sobre a hierarquia de dívidas, ver Bell (2001) e Mehrling (2012).

⁵ Minsky (1986) afirma que devedores trabalharão e venderão bens ou instrumentos financeiros para obter os meios de liquidação da dívida aceitos pelos credores.

A moeda fiduciária emitida por decreto pelo governo de Kublai Khan não era apoiada por nenhuma mercadoria, metal precioso ou outro lastro de valor – a não ser a força da autoridade (PRASAD, 2016). Enquanto as pessoas confiassem no poder do Estado, elas confiariam também no dinheiro emitido por ele (HARARI, 2014). Além disso, o curso forçado significava que a moeda emitida pelo governo tinha de ser aceita por todos como liquidação de dívidas ou quaisquer obrigações financeiras semelhantes (PRASAD, 2016).

O Estado pode declarar que aceitará a liquidação de obrigações em qualquer coisa, como sal ou grãos e, de fato, tais exemplos existiram. Contudo, historicamente, os soberanos têm preferido usar seu próprio selo, papel ou algo sobre o qual possuem controle total e incondicional; afinal, eles logo perceberam que a criação de dinheiro facilitava e beneficiava sua posição orçamentária (TCHERNEVA, 2006).

Uma vez que o dinheiro venha a existir, a renda e as despesas podem ser facilmente medidas e, por consequência, facilmente tributadas. Os cofres públicos recebem um segundo impulso da senhoriagem, a diferença entre o valor das moedas e o custo de produzi-las. Por conta disso, os governos impõem impostos pagáveis somente em moeda, criando uma demanda pela moeda, o que significa que ela será amplamente aceita como pagamento (THE ECONOMIST, 2012, tradução nossa).

Em suma, o governo afastaria a economia do escambo para seus próprios fins fiscais, fazendo do processo monetário um pilar do próprio arranjo estatal (KNAPP, 1924; TCHERNEVA, 2006; THE ECONOMIST, 2012). Como posto por Lerner (1947), os poderes legítimos e soberanos da autoridade tornariam a moeda “uma criatura do Estado.”

Hodiernamente, a maioria dos Estados do mundo desfrutam de um monopólio *de jure* sobre a criação, circulação e administração do dinheiro dentro das próprias fronteiras através da cobrança de impostos, aplicação de leis de curso forçado, controles cambiais e outras medidas regulatórias que criam fortes amarras para os cidadãos residentes fazerem o uso exclusivo da moeda emitida pelo governo nacional para todas as funções monetárias legítimas (COHEN, 2015, 2019).

O mesmo, todavia, não pode ser dito do âmbito internacional, afinal, não há um Estado mundial, quiçá uma moeda mundial emitida por ele (AGLIETTA, 1986). Como será visto a partir daqui, ambas as interpretações sobre a origem da moeda – seja como fenômeno espontâneo de mercado ou como operação estatal deliberada – são úteis para a compreensão da dinâmica monetária internacional. Talvez não por coincidência a moeda tenha dois lados: de um, a especificação de seu preço como uma mercadoria; de outro, o símbolo da autoridade política que a emitiu. Tanto as forças de mercado como a força do Estado determinam o status

internacional de moedas nacionais, provocando impactos significativos na economia mundial e afetando tanto as relações econômicas quanto políticas entre os países (CHEY, 2013).

3 INTERNACIONALIZAÇÃO DE MOEDAS NACIONAIS

Inexistindo um Estado mundial, a arena internacional é caracterizada pela *anarquia*. Para numerosos estudiosos, sobretudo realistas e neorrealistas, qualquer compreensão das relações internacionais deve decorrer da compreensão desse fato (MILNER, 1991).

A anarquia, nesse âmbito, está ligada à analogia hobbesiana⁶ da política na ausência de um soberano. Estados no sistema internacional são vistos, pois, como agentes interagindo em um estado de natureza anterior à concepção do “Leviatã” (i.e., uma autoridade central que os mantenha sob controle), o que resulta em uma “guerra de todos contra todos” (BULL, 1966). Em última instância, sem um sistema jurídico ou fiscalização que possa ser imposta sobre eles, cada Estado goza da própria soberania e julga seus interesses egoisticamente em um sistema de autoauxílio que muitas vezes evoca um clássico jogo de soma-zero da teoria dos jogos (MILNER, 1991; WALTZ, 1959/2004).

Tal análise conduz à uma distinção entre política doméstica e política internacional (MILNER, 1991). Domesticamente, a política é vista como determinada pela autoridade nacional centralizada e pela lei; enquanto que, internacionalmente, a política é caracterizada pelo oposto: força na ausência de autoridade e a anomia (WALTZ, 1979/2010). Embora essa distinção não venha incontestada – não cabendo aqui versar sobre o que exatamente seria governo e autoridade ou mesmo sua legitimidade – ela é especialmente útil e pertinente para a compreensão das questões monetárias em discussão no decorrer deste trabalho.

Partindo de um ponto de vista puramente racional e estritamente econômico, uma única moeda mundial proporcionaria uma maior redução de custos de transação no comércio internacional do que qualquer outro arranjo de múltiplas moedas (COHEN, 2012; CHEY, 2014). Como colocado eloquentemente pelo laureado do Nobel de Economia, Robert Mundell, “o número ótimo de moedas é como o número ótimo de deuses – um número ímpar, preferivelmente menor que três.” (COHEN, 2006, tradução nossa).

Porém, dada a inexistência de uma autoridade central e, considerando-se um mundo formado por mais de duas centenas de Estados soberanos, é improvável que estes entrem em acordo para criar e gerir uma moeda supranacional genuinamente mundial. Este problema,

⁶ Segundo Bull (1966), “a tradição hobbesiana descreve as relações internacionais como um estado de guerra de todos contra todos, uma arena de luta na qual cada Estado se enfrenta um contra o outro. As relações internacionais, na visão hobbesiana, representam um conflito puro entre Estados e se assemelham a um jogo que é totalmente distributivo ou de soma zero. [...] A atividade internacional particular que, do ponto de vista hobbesiano, é mais típica da atividade internacional como um todo [...] é a própria guerra.”

assim como muitos outros na área das relações internacionais, toma a forma de um “dilema do prisioneiro”⁷ (MILNER, 1991). A dinâmica em jogo pode ser representada pela alegoria da caça ao cervo de Rousseau:

Suponha que cinco homens que adquiriram uma capacidade rudimentar de falar e de compreender uns aos outros se reúnam num momento em que todos estão famintos. A fome de cada um será saciada por um quinto de um cervo, de modo que eles “concordam” em cooperar no projeto de apanhar um cervo numa armadilha. Mas, da mesma forma, a fome de cada um será satisfeita por um coelho, de modo que, como um coelho está ao alcance, um dos homens o apanha. O traidor obtém o meio de satisfazer sua fome, mas, ao apanhar o coelho, permite que o cervo escape. Seu interesse imediato prevalece sobre a consideração pelos companheiros (WALTZ, 1959/2004, pp. 207-208).

Para a harmonia existir em meio à anarquia, seus participantes não só têm de ser perfeitamente racionais, como acreditar que todos os outros o serão igualmente (WALTZ, 1959/2004). A razão pode ditar que o interesse de longo prazo de cada um depende do estabelecimento da ação cooperativa que beneficiará todos os participantes, mas, ainda segundo Waltz (1959/2004), a razão também dita que, deixar o coelho escapar possibilita que um outro alguém deixe seu lugar para capturá-lo, relegando aos demais nada além do que a constatação da tolice da lealdade. Isso descreve uma armadilha social clássica, onde as escolhas racionais dos agentes acabam se agregando para produzir resultados socialmente subótimos (SOBEL, 2014).

Pela mesma lógica, nada garante que um Estado soberano não deixará um arranjo monetário supranacional para perseguir interesses unilaterais, dificultando destarte o surgimento de tais acordos sem a supervisão de uma autoridade central e relegando a burocratas um enorme desafio de design institucional para administração dos fluxos comerciais e financeiros internacionais (COHEN, 2015). Ilustrativos desse ponto são os exemplos relativamente recentes da rejeição da proposta britânica elaborada por John Maynard Keynes para a criação de uma moeda supranacional – o Bancor – durante a conferência de Bretton Woods no final da Segunda Guerra Mundial, e a decisão dos Estados Unidos, na década de 1970, de abandonar unilateralmente e terminar por colapsar os acordos internacionais firmados nessa mesma conferência (EICHENGREEN, MEHL, CHITU, 2018).

A verdade é que a maioria dos governos nacionais têm incentivos para preservar moedas independentes – não importa quão pouco economicamente competitivas elas possam

⁷ O dilema do prisioneiro é um paradoxo na análise de decisão em que dois indivíduos agindo em seus próprios interesses não produzem o resultado ideal.

ser – afinal, a gestão do dinheiro é um determinante fundamental da distribuição de riqueza e poder (COHEN, 2006; CINTRA, MARTINS, 2013). De acordo com Tcherneva (2016, p. 10-11, tradução nossa), “a própria formação do Estado-nação moderno tem sido inextricavelmente ligada ao processo de estabelecer uma moeda nacional soberana unificada.” Segundo Cohen (2006):

Para os governos, uma moeda nacional serve várias funções vitais. Em termos econômicos, fornece um instrumento poderoso para a gestão macroeconômica, bem como um meio de subscrever o gasto público através da criação de dinheiro. Politicamente, ela incorpora um símbolo da identidade nacional assim como uma forma de isolamento contra o controle estrangeiro do poder de compra doméstico (COHEN, 2006, tradução nossa).

Renunciar a uma moeda nacional significaria, pois, renunciar à política monetária – um dos pilares da soberania [e um “coelho” ao alcance] – que seria então delegada a um emissor estrangeiro favorecido ou às instituições conjuntas de uma união monetária. O governo não seria mais capaz de exercer o monopólio sobre a circulação e o uso do dinheiro dentro de suas próprias fronteiras, limitando o próprio poder e espaço de política (COHEN, 2006, 2015).

Não obstante essa realidade, sociedades que desejem alargar suas perspectivas econômicas certamente tentarão perseguir as vantagens da troca além de suas fronteiras e, uma economia que se pretenda internacional precisa de algum tipo de dinheiro internacionalmente aceito com o qual fazer transações. Caso todos os países usassem apenas suas próprias moedas para os intercâmbios internacionais, haveria, evidentemente, dificuldades análogas ao escambo, limitando severamente o potencial do comércio e investimento além-fronteiras (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

A valer, historicamente o mundo se escora numa seleção limitada de moedas nacionais emitidas por alguns Estados soberanos para desempenharem papéis internacionais vitais. Segundo Cohen (2015):

Exemplos históricos [...] incluem a Dracma de prata da Atenas antiga, o Soldo de ouro do Império Bizantino, o Florim florentino e o Ducado veneziano da Itália renascentista, o Florim holandês no século XVII, o Peso de prata espanhol do século XVIII, a Libra esterlina no século XIX e o Dólar estadunidense nos séculos XX e [até agora] XXI (COHEN, 2015, p. 2, tradução e supressão nossa).

Embora emitidas por um governo nacional, são chamadas de *moedas internacionais* (ou ainda *divisas* ou *dinheiros internacionais*) ao adquirirem papéis transfronteiriços em um processo identificado pelo termo *internacionalização* (AGLIETTA, 1986; KENEN, 2011; CHEY, 2013; COHEN, 2015; GERMAIN, 2021). Em outras palavras, uma moeda

internacional geralmente é definida como aquela que é usada ou mantida fora das fronteiras do Estado emissor para transações entre estrangeiros e os residentes deste Estado ou, ainda mais significativo, para transações entre estrangeiros no exterior, sem a participação de residentes (KENEN, 2011).

Haja vista que o monopólio da força e leis de curso forçado encontram seus limites nas fronteiras nacionais dos Estados, no âmbito internacional os agentes econômicos precisam ser *persuadidos* em vez de *compelidos* a fazer uso de uma moeda em detrimento de outra (i.e., uma moeda precisa ser atrativa). Para Cohen (2015, p. 79, tradução nossa), “a internacionalização de uma moeda é largamente um fenômeno de mercado, refletindo as preferências de diversos atores no comércio e finanças globais.”

Ao mesmo tempo, parece evidente que características políticas e geopolíticas também desempenham um papel importante nesse processo (COHEN, 2015). No nível internacional, os Estados podem não ter a mesma capacidade de coerção de que desfrutam à nível doméstico, porém, não surpreendentemente os agentes econômicos gravitam para moedas emitidas por Estados fortes. Como colocado por Cohen (2012):

Desde a época das primeiras cunhagens na antiga Ásia Menor, a concorrência entre as moedas fez emergir um ou alguns favoritos do mercado que, por períodos curtos ou mais longos, predominaram no uso transfronteiriço e estabeleceram um padrão para todos os outros dinheiros. Não é insignificante o fato de que em todos os casos o emissor da moeda dominante – pelo menos no início – era também um grande, se não dominante, poder econômico e político (COHEN, 2012, p. 14, tradução nossa).

Tendo isso em vista, podemos elaborar um exame mais sistemático do processo de internacionalização de uma moeda nacional. À luz da abordagem apresentada por Chey (2013), primeiramente, procurar-se-á conceitualizar uma moeda internacional em termos de suas funções monetárias e, em seguida, classificar os fatores que promovem e apoiam seu uso transfronteiriço. Primordial nesta análise será a consideração de fatores políticos que, dada a natureza técnica de grande parte dos estudos sobre o tema, muitas vezes acabam negligenciados (COHEN, 2012; CHEY, 2013; HELLEINER, 2013).

3.1 FUNÇÕES DE MOEDAS INTERNACIONAIS

Assim como o faz em âmbito nacional, uma moeda internacional executa as três funções monetárias amplamente reconhecidas pela teoria econômica e apresentadas no início do presente capítulo (i.e., meio de troca, unidade de conta e reserva de valor). Entretanto, dadas as já mencionadas distinções entre circunstância doméstica e internacional, ela o faz em dois

níveis distintos – privado e estatal – e, portanto, em sua completude, vem a desempenhar seis funções no total, sumariadas na Tabela 1 (COHEN, 1971, 2015; KRUGMAN, 1984; CHEY, 2013; GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

Como meio de troca, a divisa internacional é usada por agentes privados para liquidar ou intermediar transações internacionais – comerciais e financeiras – ou, por governos, para intervir no mercado cambial. Como unidade de conta, no nível privado, denomina ou fatura as transações internacionais enquanto que, no nível estatal, pode exercer o papel de uma âncora ou referência a qual os governos ajustam a paridade de suas moedas correntes. Como reserva de valor, é usada como um ativo de investimento a nível privado ou como uma moeda de reserva a nível estatal (CHEY, 2013; COHEN, 2015). Segundo vários autores, sua utilização como reserva representaria o maior nível de internacionalização de uma moeda (HE, 2015; PRASAD, 2016). A seguir detalharemos como essas funções se manifestam na prática.

Tabela 1 – Funções monetárias de moedas internacionais

| Função monetária | Privada | Estatal |
|-------------------------|-----------------------------|----------------|
| Meio de troca | Liquidação Intermediação | Intervenção |
| Unidade de conta | Denominação | Ancoragem |
| Reserva de valor | Investimento | Reserva |

Fonte: Adaptado de Krugman (1984), Cohen (2015) e Gourinchas, Rey e Sauzet (2019).

Dadas as mais de 150 moedas nacionais atualmente em existência, relações diretas entre elas multiplicam-se aos milhares, o que significa que os custos associados com procura e barganha serão elevados, se não proibitivos. Seja por conta dos custos e riscos envolvidos ou controles postos, é difícil que muitas delas venham a ser aceitas diretamente como pagamento em uma transação (COHEN, 2015). De uma forma ou de outra, surge a necessidade de conversões para que haja a liquidação de transações internacionais e a maioria dos negócios tende, então, a passar por um intermediário que seja amplamente utilizado.

À luz de Krugman (1984), é possível distinguir três tipos de operações aqui. O primeiro tipo é a liquidação de transações entre agentes não-financeiros onde a moeda internacional funciona diretamente como *moeda de liquidação* (ou *moeda de pagamento*). Quer

dizer, um agente aceita receber uma moeda estrangeira propriamente como pagamento de seu produto ou serviço.

O segundo tipo é o mercado cambial de "varejo" (ou mercado primário) no qual os agentes lidam com instituições financeiras para fazer conversões de moeda (e.g., para converter a moeda de pagamento estrangeira em moeda local).

O terceiro tipo é o mercado cambial interbancário (ou mercado secundário), onde as moedas internacionais exercem a função de *moeda de intermediação* (ou *moeda-veículo*) para possibilitar as conversões diretas do mercado primário. No mercado secundário, a vasta aglomeração de bancos e outras instituições financeiras de todo o mundo negocia ativamente a miríade de moedas nacionais entre si para ofertá-las no mercado primário. Resumidamente, uma moeda periférica é usada para comprar uma moeda-veículo e a moeda-veículo é então usada para comprar outra moeda periférica. A lógica que subscreve o processo é a mesma usada para explicar o surgimento de dinheiros-mercadoria (i.e., economias de escala) e, da mesma forma que dinheiros-mercadoria o fazem em seus mercados individuais, essas moedas-veículo subsequentemente desempenham um papel importante – através das taxas de câmbio – na precificação do conjunto de bens e serviços da economia global (KRUGMAN, 1984; KAMPS, 2006; COHEN, 2015).

Tendo isso em vista, não é surpreendente que algumas divisas venham a preponderar na denominação de contratos internacionais (intimamente ligada à liquidação), sendo a função delas como *moeda de denominação* motivada principalmente pela redução nos custos de obtenção de informação e realização de cálculos de preço, além da redução do risco de perdas por volatilidade na taxa de câmbio (WALSH, 2014; COHEN, 2015).

Desde a desagregação do sistema de taxas de câmbio vinculadas de Bretton Woods no início da década de 1970, os Estados soberanos perseguem o regime cambial que melhor se adequa à política fiscal e monetária doméstica (e.g., câmbio fixo, câmbio flutuante, bandas cambiais, etc.) (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; COHEN, 2015). Nesse âmbito, uma moeda internacional estável e amplamente utilizada pode ser usada por governos como *moeda de referência* (ou *moeda-âncora*) para ajustar o valor de suas moedas correntes, no intuito, por exemplo, de reduzir flutuações de preços relativos, minimizar instabilidades na atividade econômica doméstica ou mesmo perseguir políticas mercantilistas⁸ (KAMPS, 2006).

⁸ Como explicitado por Prasad (2016), domesticamente, diminuir o valor de uma moeda ao aumentar a oferta de dinheiro – gerando inflação e a corroendo o poder de compra da moeda – normalmente não é uma prática vantajosa. Mas considerando-se o âmbito internacional, no entanto, a questão não é tão simples, pois não se trata apenas do valor doméstico de uma moeda, mas também do seu valor nos mercados mundiais. E aqui os princípios

Caso um Estado queira estabelecer uma taxa de câmbio fixa, por exemplo, pode simplesmente tornar ilegal o comércio de moeda em qualquer outra taxa. Entretanto, é algo difícil de ser aplicado e muitas vezes leva ao surgimento de um mercado negro em moeda estrangeira. Assim, à exceção de um câmbio flutuante absolutamente limpo – relativamente raro na prática – todos os regimes cambiais envolvem algum grau de intervenção governamental no mercado de câmbio para sustentar a política cambial (COHEN, 2015). Os governos compram e vendem moeda estrangeira no mercado a fim de alterar a liquidez disponível e influenciar os movimentos das taxas de câmbio (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; PRASAD, 2016). Mais uma vez, economias de escala ditam a escolha de uma moeda de intervenção que seja o mais amplamente utilizada pelos residentes para garantir que os efeitos da intervenção serão rapidamente generalizados (COHEN, 2015).

Por sua vez, é absolutamente necessário que a autoridade monetária doméstica disponha de reservas da moeda em questão para ser capaz de intervir no mercado cambial quando lhe convier. Para isso, é indispensável uma moeda de reserva que possa ser prontamente utilizada para tais intervenções e que, sincronicamente, preserve seu valor (LIM, 2006). Assim, governos podem utilizá-la também como um ativo líquido – normalmente para fazer *hedge* contra desequilíbrios e crises na balança de pagamentos, que ocorrem quando um país esgota as moedas internacionalmente aceitas para atender suas obrigações de dívida externa ou para financiar importações (PRASAD, 2016).

Por fim, da mesma maneira os agentes privados podem utilizar algumas moedas estrangeiras para a valorização, diversificação e proteção de seus portfólios, funcionando aqui como moeda de investimento (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Embora a delimitação das funções monetárias seja importante do ponto de vista analítico, não é preciso muito para perceber que elas são sobrepostas, tornando inescapável a consideração de suas sinergias. Com efeito, o uso de uma moeda em determinada função monetária acaba melhorando sua utilidade em todas as outras funções (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; GOURINCHAS; REY, SAUZET; 2019).

Em primeiro lugar, economias de escala realçam o emprego da moeda tanto como meio de troca quanto como unidade de conta para a denominação e liquidação de transações comerciais que, então, se reflete no seu uso como veículo em transações financeiras. Esses

opostos às vezes se aplicam. Tentar baixar o valor de uma moeda nacional em relação à de outras moedas pode, na verdade, abaixar o preço da produção nacional e ajudar a impulsionar as exportações e crescimento do PIB, compensando a fraca demanda doméstica.

efeitos, por sua vez, ampliam o atrativo da moeda como reserva de valor à nível privado ao facilitar aos agentes a acumulação de riqueza em ativos de poder de compra mais universais (DE CONTI; PRATES; PLIHON; 2013; COHEN, 2015).

Além disso, uma vez que uma moeda venha a ser amplamente utilizada por agentes privados, ela tenderá também, inequivocamente, a ser usada por governos; afinal, o uso estatal para fins de intervenção e reserva – por razões de eficiência na transmissão da política cambial – tende a espelhar a proeminência da moeda como veículo à nível privado (NORRLOF, 2020).

Finalmente, o papel da moeda como âncora também pode retroalimentar a demanda do setor privado: enquanto os governos estabilizarem as próprias moedas em relação à uma moeda estrangeira favorecida, os agentes privados têm incentivos para faturar e liquidar transações, além de investir, tomar empréstimos e emitir seus passivos nessa moeda (POSEN, 2008; OATLEY, 2014; GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

Após essas considerações, faz-se agora imprescindível, para aprofundar a compreensão das dinâmicas monetárias internacionais, analisar os determinantes que levam algumas moedas a serem mais aceitas do que outras no exercício desses papéis vitais.

3.2 DETERMINANTES DO USO DE MOEDAS INTERNACIONAIS

Para iniciarmos a análise do que determina a utilização de moedas internacionais, precisamos fazer duas separações importantes.

Em primeiro lugar, como esta seção procurará demonstrar, estudos sobre questões monetárias internacionais devem se concentrar em aspectos *econômicos*, mas também considerar fatores *políticos* indispensáveis que podem influenciar os resultados do processo de internacionalização de uma moeda (CHEY, 2013; COHEN, 2015, 2019). Há muito a pesquisa econômica se esforça para abordar essa questão e, nas últimas décadas, cientistas políticos também têm dedicado atenção ao tema – sobretudo no campo da economia política internacional – fornecendo um quadro analítico mais robusto (CHEY, 2013).

Em segundo lugar, é necessário ter em mente que a política vem a influenciar a internacionalização de uma moeda de duas maneiras distintas: *direta* e *indireta* (CHEY, 2013). Por um lado, um Estado pode projetar força além de suas fronteiras para coagir ou dissuadir diretamente o uso de sua moeda por indivíduos, empresas e governos estrangeiros. Por outro lado, as capacidades estatais, ao impactar determinantes econômicos, podem agir indiretamente sobre a demanda dos agentes – interagindo com duas preferências intrínsecas a esses: confiança e conveniência (CHEY, 2013; HELLEINER, 2008, 2013; COHEN, 2015).

3.2.1 Conversibilidade

Lato sensu, a internacionalização depende de voluntarismo político, pois cabe a cada Estado facilitar ou não a atividade transfronteiriça da moeda nacional (KENEN, 2011; GERMAIN, SCHWARTZ, 2015). Segundo Chey (2014), a decisão política depende de vários fatores como, por exemplo, o embate entre os grupos de interesse que ganham e que perdem com a internacionalização, pelas complexidades das instituições políticas do país, bem como as percepções dos tomadores de decisão acerca dos custos e benefícios econômicos. Como popularizado por Putnam (1988), a política é um “jogo de dois níveis”, no qual iniciativas externas podem ser severamente prejudicadas se não estiverem de acordo com a configuração de preferências internas (COHEN, 2019).

Tendo isso em vista, antes de qualquer consideração sobre atrativos, é elementar que, como condição inicial para a sua utilização além-fronteiras, uma moeda seja minimamente *convertível* (i.e., passível de ser adquirida e trocada por outra moeda nas transações internacionais) (GENBERG, 2009; KENEN, 2011).

Todas as transações que indivíduos, empresas e órgãos de governo de um país realizam com agentes além de suas fronteiras são registradas em sua balança de pagamentos. A balança de pagamentos divide as transações internacionais do país em duas contas: a conta corrente – que inclui exportações e importações de bens, serviços e outras transferências correntes – e a conta de capital – que inclui transações em instrumentos financeiros e reservas cambiais, também chamadas de transações não-correntes (i.e., que criam obrigações futuras) (PRASAD, 2016). A *convertibilidade* (ou *abertura*) dessas contas diz respeito a ausência ou grau de restrições aos fluxos que entram e saem do país (PRASAD, 2016).

Atualmente, quase todos os países declaram não impor controles aos fluxos transfronteiriços de pagamentos relacionados a transações comerciais. Por outro lado, o mesmo não se verifica nas transações financeiras⁹ (PRASAD, 2016).

Isso posto, muitas moedas são excluídas de início de uma maior internacionalização justamente por problemas de inconvertibilidade, haja vista que muitos países impõem rígidos controles cambiais e de capitais (COHEN, 2015; PRASAD, 2016). Ainda assim, mesmo quando permitida, a simples disponibilidade da moeda além-fronteiras não significa que ela

⁹ Tecnicamente, o Artigo VIII da Carta do FMI impõe uma obrigação de convertibilidade a todos os membros do Fundo. No entanto, a maioria dos membros do Fundo – em sua maioria as economias menos desenvolvidas – usa uma lacuna legal prevista no Artigo XIV da Carta para prolongar rígidos controles cambiais e de capital (PRASAD, 2016).

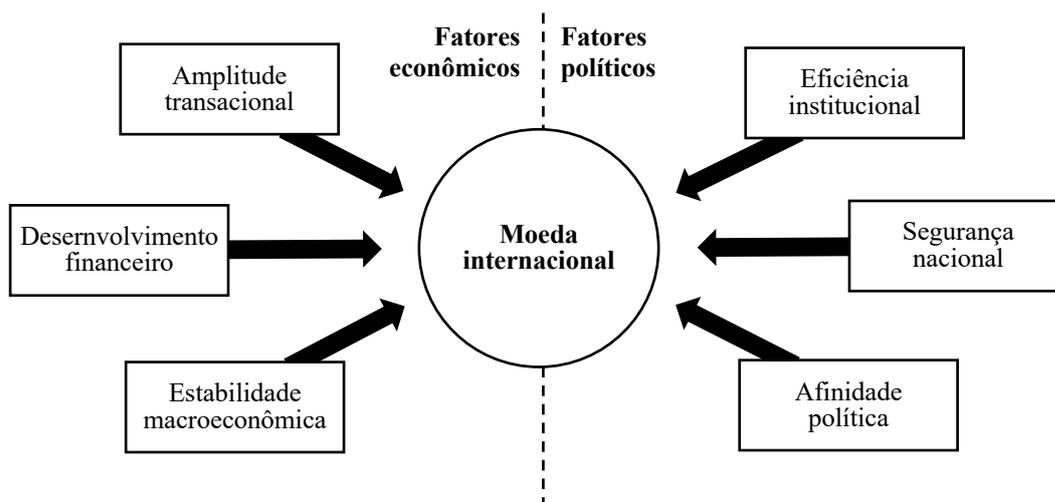
será amplamente utilizada por agentes privados ou governos (CHEY, 2014). Um país pode ser livre de controles e sua moeda pode não desempenhar um papel internacional proeminente porque não possui um ou mais fatores essenciais que atraem seu uso (COHEN, 2015; PRASAD, 2016). A questão crítica que se segue, então, é sobre quais fatores estimulam os agentes a utilizar uma moeda específica em transações internacionais.

3.2.2 Fatores de atração

Por propósitos analíticos, esta subseção se limitará a tratar dos fatores econômicos e políticos que promovem a internacionalização pelas formas passivas e indiretas, ou seja, pelo lado da *demanda* e como fenômeno de mercado; ao passo que o lado da *oferta* será apreciado na subseção seguinte, que diz respeito às ações estatais deliberadas de influência ativa e direta.

Após extensiva revisão bibliográfica, foi possível identificar e elencar seis diferentes fatores que estimulam a demanda pelo uso transfronteiriço de uma moeda, apresentados no Diagrama 1. Em alguns casos, tomamos a liberdade de aplicar termos distintos dos utilizados pelos autores citados por considerar que melhor traduzem, aglutinam e encapsulam as diferentes ideias apresentadas por eles.

Diagrama 1 – Fatores de atração do uso de uma moeda internacional



Fonte: Elaborado pelo autor.

Do lado econômico, o processo de internacionalização é moldado por três atributos principais: uma ampla rede transacional (KRUGMAN, 1984; FRANKEL, 2012;

EICHENGREEN, 2015); o desenvolvimento, robustez e sofisticação do sistema financeiro (LIM, 2006; DONGMIN, 2015; PRASAD, 2016) e; a estabilidade macroeconômica que garanta confiança no valor futuro do dinheiro (KENEN, 2011; HE, 2015). Do lado político, tanto considerações domésticas quanto internacionais podem vir a exercer um papel, entre as quais estão: um arcabouço político e institucional estável, eficiente e favorável (WALTER, 2006; GERMAIN; SCHWARTZ, 2015; EICHENGREEN; MEHL; CHITU, 2018); a extensão do poderio militar e garantias de segurança nacional (COHEN, 2015, 2019; NORLOFF, 2020); além dos laços e afinidades de política externa do Estado emissor (HEILLENER, 2008, 2013; CHEY, 2013, 2014).

É importante ressaltar que nenhum desses atributos é uma constante. Cada um dos fatores de atração de uma moeda está sujeito à erosão com o tempo, o que certamente trará implicações para o uso transfronteiriço dela. Além disso, as preferências de mercado podem mudar substancialmente de um período para o outro (COHEN, 2015). Postas essas observações, podemos prosseguir para o exame mais detalhado de cada um dos fatores que provocam demanda pela utilização de uma moeda internacional.

3.2.2.1 *Amplitude transacional*

Nada engrandece a aceitabilidade de uma moeda como a perspectiva de aceitabilidade por outros (FRANKEL, 2012; CHEY, 2013; COHEN, 2015). À primeira vista, pode parecer redundante afirmar que um dos determinantes do uso de uma moeda venha ser que ela já apresente ampla utilização, porém, *externalidades de rede* (ou *efeitos de rede*) explicam o fenômeno. Um exemplo clássico de sua ocorrência é o telefone: quanto mais pessoas o possuem, mais valioso ele é para cada proprietário. Ao comprar um telefone, um usuário, despretensiosamente, cria valor para os demais, gerando uma externalidade positiva. Em contraste, caso apenas uma pessoa possuísse um telefone, sua utilidade seria nula.

Do mesmo modo, a utilidade da moeda é estritamente relacionada às suas externalidades de rede e economias de escala. Quanto maior for a amplitude e volume das transações realizadas através de uma divisa, menores são os custos de coleta de informações e conversões, aumentando consideravelmente sua utilidade e valor para os usuários e estimulando que novos agentes a utilizem¹⁰ (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

¹⁰ Como será visto, externalidades de rede também vêm a ser um determinante da longevidade de uma moeda internacional, bem como uma fonte estrutural de poder para o Estado que a emite.

Uma ampla rede transacional tem significado uma grande economia em tamanho absoluto e bem integrada, comercial e financeiramente, ao resto da economia global – haja vista que economias isoladas apresentarão poucas vias para transações internacionais (CHEY, 2013; COHEN, 2015). Um grande mercado interno, por si só, oferecerá numerosas oportunidades de transação na própria moeda e exercerá uma atração gravitacional natural em relação a mercados menores. Nas palavras da análise de rede, a moeda nacional terá uma grande “base instalada” (EICHENGREEN; MEHL; CHITU, 2018).

Com efeito, o produto interno bruto do país emissor e sua participação no comércio e finanças globais é uma das regularidades mais robustas na literatura sobre a demanda por moedas internacionais (EICHENGREEN, 2015; NORRLOF, 2020). Para Krugman (1984), a larga dimensão econômica encoraja a utilização de uma moeda para a denominação e liquidação de contratos. De acordo com Grassman (1973), no comércio de bens manufaturados entre dois países, há uma preferência pela denominação na moeda do exportador, mas também uma preferência pela denominação na moeda da maior economia. Segundo Prasad (2016):

Quando um país é grande e desempenha um papel importante no comércio mundial, seus parceiros comerciais descobrem que é mais econômico usar a moeda desse país para faturar e liquidar suas transações comerciais. Além disso, também faz sentido, então, manter algumas reservas cambiais na moeda daquele país. Afinal, parte do motivo para manter reservas é continuar a poder pagar pelas importações, mesmo que o financiamento internacional acabe por algum motivo (PRASAD, 2016, p. 128, tradução nossa).

Ademais, apenas uma economia suficientemente grande terá a escala que permita ao país emissor oferecer um volume efetivo de moeda para circulação global (EICHENGREEN, 2015; GERMAIN; SCHWARTZ, 2015). “Não poderia ser diferente, já que o montante de moeda em uma economia guarda relação com seu tamanho e, em geral, quanto maior a economia, mais volumosos os recursos que transaciona com o resto do mundo.” (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 57). Uma economia muito pequena em relação à economia global provavelmente não será capaz de gerar moeda ou ativos suficientes para servir de base monetária ao resto do mundo (GERMAIN; SCHWARTZ, 2014).

Em casos como os do Marco alemão, Iene japonês e Euro europeu, a força gravitacional da economia do país emissor desempenhou um papel fundamental no estímulo do uso transfronteiriço da moeda nacional, assim como obviamente aconteceu com a Libra britânica e o Dólar estadunidense, quando Inglaterra e Estados Unidos surgiram pela primeira vez como grandes potências econômicas (COHEN, 2015). Por sua vez, o tamanho e peso da

economia da China vem sendo primordial para criar tração e aumentar as perspectivas de internacionalização do Renminbi chinês (COHEN, 2015; PRASAD, 2016).

3.2.2.2 *Desenvolvimento financeiro*

Para uma moeda nacional vir a ser amplamente utilizada internacionalmente, o mercado financeiro no país emissor deve ser suficientemente aberto e livre de controles para garantir o acesso de investidores estrangeiros e, também, bem desenvolvido, para que seja capaz de absorver os fluxos de capitais resultantes da internacionalização (FRANKEL, 2012; CHEY, 2013; DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; COHEN, 2015).

O papel comercial de uma moeda pode não depender diretamente de um setor financeiro sofisticado – geralmente vêm a ser necessário apenas algum financiamento para exportação – mas, para os papéis de investimento e de reserva, desenvolvimento financeiro é essencial (EICHENGREEN, 2015; COHEN, 2019). Mercados financeiros oferecem uma gama de serviços auxiliares importantes aos agentes econômicos, os quais não mantêm dinheiro apenas na forma de simples saldos em moeda, mas também através de vários tipos de instrumentos financeiros – incluindo ações, títulos, seguros, derivativos, etc. – para manter posições temporárias rentáveis ou proteger seus patrimônios e posições investidoras contra volatilidade (LIM, 2006; CHEY, 2014; COHEN, 2015).

A análise econômica sugere que a demanda por ativos em determinada moeda é sobretudo motivada pela *liquidez* (i.e., a oferta e o giro em grande volume de instrumentos financeiros diversificados) fornecida por mercados robustos,¹¹ o que é fundamental para garantir aos investidores construir, liquidar ou fazer seguro de grandes posições sempre que necessário, entrar ou sair do mercado rapidamente e ajustar suas carteiras à baixo custo, sem afetar preços adversamente contra eles mesmos e sem grandes riscos de perda de capital (COOPER, 1999; LIM 2006; COHEN, 2015; EICHENGREEN, 2015; PRASAD, 2016).

Mercados financeiros profundos e líquidos naturalmente atrairão negócios do exterior – sobretudo de locais onde eles são menos sofisticados e com maiores restrições – e as economias de escala os tornam ainda mais líquidos e eficientes através da redução dos custos

¹¹ Segundo argumentam Cohen (2015) e Prasad (2016), existem três características relevantes ao desenvolvimento de um mercado financeiro. A primeira é a amplitude, isto é, a diversificação de instrumentos financeiros. A segunda é a profundidade, ou seja, a oferta de um grande volume desses instrumentos financeiros e um número significativo de participantes. Por fim, a terceira característica é a liquidez, ou em outras palavras, um alto giro de negócios.

de transação (COOPER, 1999). Essa possibilidade torna mais barato que os agentes econômicos tomem emprestado ou invistam no exterior em uma moeda internacional e, em seguida, troquem os resultados pela moeda nacional – ao invés de realizar as transações diretamente em âmbito doméstico (GREENSPAN, 2001 apud LIM, 2006).

Não só isso, um mercado financeiro robusto e conectado além dos limites nacionais também gera externalidades de rede que se reforçam mutuamente, criando uma rede de inter-relações que geram incentivos ao desempenho das diferentes funções monetárias nas esferas pública e privada (COOPER, 1999; SOBEL, 2014). Como exemplificado por Krugman (1984):

Em 1913, balanços em libras esterlinas eram mantidos por bancos e empresas em todo o mundo, refletindo em parte a demanda por libras esterlinas criada por seus outros papéis monetários, em parte as economias de escala que tornaram Londres o centro financeiro mais eficiente. Assim, a liquidação de contratos comerciais em libras esterlinas, o serviço da dívida denominada em libras esterlinas e as transações interbancárias em libras esterlinas exigiam a manutenção de saldos em libras esterlinas; o papel de moeda-veículo da Libra esterlina tornou-a mais líquida do que outras moedas; e a escala do mercado londrino fez da Lombard Street uma proposta atraente (KRUGMAN, 1984, p. 272, tradução nossa).

Eichengreen (2005), por outro lado, argumenta que externalidades de rede podem ser fortes, mas são menos óbvias para a função de reserva de valor, afinal: “pode valer a pena tolerar um pouco menos de liquidez de mercado em razão dos benefícios de uma maior diversificação.” (EICHENGREEN, 2005, p. 7, tradução nossa). Uma das principais funções do mercado financeiro é justamente facilitar a gestão de risco dos investidores criando oportunidades para a diversificação de carteira, o que, em se tratando de moedas, significa alargar a gama de investimentos em ativos denominados em diferentes divisas (COHEN, 2015).

Agentes econômicos também podem se arriscar a adquirir moedas, mesmo periféricas, em função do alto retorno potencial (ou “prêmio de risco”) dos ativos que oferecem, determinando a demanda de acordo com a *rentabilidade* (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Todavia, como esse tipo de demanda é mais propenso a oscilações e seu impacto sobre a internacionalização de uma moeda a longo prazo é menos significativo (DONGMIN, 2015).

Finalmente, o fator tido como fundamental para a função internacional de reserva de valor é a busca por *estabilidade* – uma promessa de “porto seguro” para investimentos (ou “prêmio de segurança”) (NORLOFF, 2010; COHEN, 2015). Em vez de buscarem maiores rendimentos em seus investimentos, os agentes premiam moedas que ofereçam ativos seguros, aceitando baixos retornos em troca de baixo risco (PRASAD, 2016).

Segundo Cohen (2015) e muitos outros analistas, este é o papel mais importante que uma moeda internacional pode vir a exercer: fornecer uma gama de ativos que seja tão livre de

riscos quanto possível. Norrlof (2010) argumenta que a característica essencial de uma moeda internacional é que ela oferece um ativo financeiro seguro que fundamenta e facilita o funcionamento do mercado financeiro.

Nesse âmbito, Helleiner (2008) e Frankel (2012) reiteram que a ação política do Estado pode desempenhar um papel fundamental na construção de sistemas financeiros estáveis que apoiem a internacionalização. Em primeiro lugar ao disponibilizar um mercado sólido de títulos (i.e., papéis do governo) que sirva como ativo de referência para preços, baseie a formação de juros, aja como colateral nos mercados de redesconto e derivativos, entre outros (DONGMIN, 2015; PRASAD, 2016). Em segundo lugar, ao estabelecer um emprestador de última instância (i.e., um banco central) que possibilite gerir a oferta monetária de maneira que envolva também regulação, supervisão e apoio ao sistema bancário para proteção contra riscos sistêmicos (SOBEL, 2014). Como colocado por Frankel (2012):

Antes de 1913, o principal problema do Dólar não era o tamanho (o primeiro critério para uma moeda internacional): a economia dos Estados Unidos superou a economia do Reino Unido, pelo menos conforme medida pelo produto nacional, em 1872. Em vez disso, o país não tinha mercados financeiros que eram profundos, líquidos, confiáveis e abertos. De fato, não tinha sequer um banco central, que é considerado um pré-requisito para o desenvolvimento de mercados em instrumentos como aceitações bancárias. [...] Os Estados Unidos tinham o hábito de sofrer crises financeiras ocasionais. O pânico de 1907 [...] demonstrou a necessidade de um banco central atuar como emprestador de última instância (FRANKEL, 2012, p. 8–9, tradução e supressão nossas).

Uma vez estabelecido em 1913, o Sistema de Reserva Federal (FED) foi primordial no avanço da estabilidade, profundidade, liquidez e abertura do sistema financeiro dos Estados Unidos (COHEN, 2015; EICHENGREEN, 2015; HE, 2015; PRASAD, 2016). Além disso, de acordo com Cooper (1999), a liquidez dos títulos do tesouro (*treasury bills*, em inglês) do governo dos Estados Unidos – que podem ser comprados e vendidos facilmente em grandes escalas, a qualquer hora, sem influenciar preços pendentes – foi primordial (DONGMIN, 2015; HE, 2015; PRASAD, 2016). À medida que os mercados financeiros americanos se desenvolveram – retroalimentados pelas amplas redes transacionais da economia estadunidense – também se desenvolveu o papel internacional do Dólar; assim como aconteceu anteriormente com a Libra (EICHENGREEN, 2015).

Para efeito, Eichengreen (2011), Helleiner (2013) e Cohen (2015) argumentam que a capacidade do Euro de desafiar o Dólar foi dificultada justamente pelo fracasso das autoridades europeias em criar um mercado integrado para a dívida pública. Embora os títulos sejam denominados em euros, são emitidos por governos nacionais distintos, têm diferentes prêmios

de risco, qualidade de crédito e liquidez, e regem-se por diferentes procedimentos legais. Ademais, os sistemas financeiros rigorosamente regulamentados e restringidos no Japão, na Alemanha e na China são frequentemente referidos como os principais obstáculos para uma maior internacionalização do Iene japonês e do Marco alemão no século XX e do Renminbi chinês atualmente (CHEY, 2014; HE, 2015; LOMBARDI; WANG, 2015).

3.2.2.3 *Estabilidade macroeconômica*

Haja vista a possibilidade de Estados soberanos criarem dinheiro à bel-prazer, é extremamente importante que o valor da moeda não flutue de forma errática (FRANKEL, 2012). Como visto, uma moeda internacional é usada como forma de manter ativos – as empresas detêm saldos das moedas em que faturam, os investidores detêm títulos emitidos internacionalmente e os bancos centrais detêm reservas cambiais. Os detentores de capital almejarão uma moeda que preserve valor; o que, em última instância, se traduz em governos que não financiarão suas dívidas através do imposto oculto da inflação – uma tentação à qual muitos Estados sucumbem, sobretudo aqueles cujas economias são menos desenvolvidas (COHEN, 2015; PRASAD, 2016).

O Estado pode financiar as próprias dívidas imprimindo dinheiro, contudo, um aumento imprudente na oferta monetária tende a reduzir rendimentos e prejudicar a atividade econômica ao gerar inflação, corroer o poder de compra, depreciar o câmbio e reduzir, concomitantemente, o valor dos investimentos realizados pelos demais agentes econômicos (CHEY, 2014; PRASAD, 2016). A inflação deprecia também o valor nominal dos títulos de dívida pública, reduzindo os incentivos para os investidores comprarem ou segurarem tais ativos, o que acaba exacerbando o prêmio de risco dos papéis para compensar a baixa demanda. Se a inflação for suficientemente grave, nem mesmo uma alta taxa de retorno conseguirá convencer os investidores a assumirem os riscos com seu capital (SOBEL, 2014).

Uma vez que há instabilidade no valor de uma moeda, aumenta-se o custo de adquirir informações e executar cálculos de preço, dificultando seu papel como unidade de conta e, por consequência natural, sua função como meio de troca e reserva de valor (CHEY, 2013; COHEN, 2015). Domestically, uma moeda nessa situação pode preservar seus papéis monetários por meio da coerção, mas em âmbito internacional, dificilmente uma moeda será voluntariamente adotada para fins transfronteiriços se seu poder de compra não puder ser previsto com algum grau de certeza (COHEN, 2015).

Dessa forma, pelo menos durante os estágios iniciais do uso transfronteiriço de uma moeda, é indispensável uma ampla confiança em seu valor futuro, geralmente cultivada por um histórico de inflação baixa e estável, bem como um valor externo constante (HELLEINER, 2013). Em termos estritamente econômicos, a estabilidade de uma moeda pode ser afetada por diversos fatores, incluindo as políticas monetária e fiscal do Estado emissor, sua conta corrente e suas posições líquidas devedoras – em suma, elementos que afetam a solvência do governo (TAVLAS; OZEKI, 1992; LIM, 2006). Assim, muitos autores sugerem que moedas usadas em âmbito internacional tendem a ser aquelas emitidas por Estados que contam com uma política econômica responsável (i.e., disciplina fiscal, controle inflacionário, política monetária crível e transparente, equilíbrio na balança de pagamentos, etc.) (HELLEINER, 2008; DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Responsabilidade macroeconômica sinaliza aos potenciais compradores de títulos públicos sobre a capacidade do governo de atender o serviço da dívida à longo prazo sem recorrer à inflação (DONGMIN, 2015). Isso permite que um governo tome mais emprestado e a juros mais baixos, facilitando seu financiamento (SOBEL, 2014). Portanto, a confiança de que o valor da moeda será estável e, particularmente, que ela não será inflada no futuro, é fundamental (FRANKEL, 2012; COHEN, 2015; PRASAD, 2016). Este é o coração do conceito de um ativo seguro: que ao menos mantenha o valor principal do investimento e, se possível, seja altamente líquido ou fácil de negociar (PRASAD, 2016).

O Dólar teria desempenhando o papel de porto seguro de última e, às vezes, primeira instância para investidores de todo o mundo devido – além de sua liquidez – à uma sólida confiança de que o governo federal dos Estados Unidos honrará suas obrigações de dívida de forma prudencial (COHEN, 2015; DONGMIN, 2015). Para efeito, durante as décadas de 1960 e 1970, quando haviam grandes preocupações com a situação fiscal dos Estados Unidos por conta da Guerra do Vietnã, o Marco alemão e, até certo ponto, o Franco suíço, ascenderam em âmbito internacional, amparados pela reputação impecável de estabilidade monetária que as autoridades de ambos os países construíram no pós-guerra (CHEY, 2014; COHEN, 2015).

3.2.2.4 *Eficiência institucional*

Os fatores de estabilidade macroeconômica tratados no item anterior – considerados imprescindíveis para que os investidores confiem na proteção do valor da moeda – são, sem surpresa alguma, profundamente influenciados pela política e as instituições domésticas do Estado emissor; de fato convertendo-as em determinantes mais amplos da internacionalização

que superam, em alguns aspectos, o simples poder econômico (WALTER, 2006; HELLEINER, 2013; HE, 2015; PRASAD 2016). Uma verdadeira moeda internacional deve “ganhar a confiança dos investidores estrangeiros ao invés de apenas contar com sua avareza” (PRASAD, 2016, p. 155, tradução nossa).

Os cientistas políticos apontam dois fatores estruturais que promovem a posição internacional de uma moeda nesse âmbito. Em primeiro lugar, um ambiente legal e institucional favorável que garanta obrigações contratuais, além de um contexto político caracterizado por governo e regras estáveis (WALTER, 2006; CHEY, 2014). Em segundo lugar, a legitimidade de uma ordem política e financeira doméstica aos olhos dos grupos menos favorecidos (SEABROOKE, 2006 apud HE, 2015).

De acordo com Sobel (2014), um estado de direito eficaz é seminal para o desenvolvimento bem-sucedido de qualquer economia política. Ele esclarece e protege os direitos de propriedade e as responsabilidades de devedores e credores, além de estabelecer procedimentos de queixa e adjudicação para resolver disputas e ambiguidades, gerenciar riscos e limitar incertezas que ameaçam relacionamentos e transações – o que afeta a estrutura de incentivos de indivíduos e empresas para acumular, emprestar e investir capital (SOBEL, 2014).

Isso posto, os agentes do mercado serão naturalmente atraídos por uma moeda cujo governo e instituições públicas cumprem e fazem cumprir contratos e direitos de propriedade (CHEY, 2014; COHEN, 2019). Com esses princípios respeitados, o aprofundamento e o desenvolvimento financeiro – tanto no ativo de referência como no sistema em geral – seriam consequenciais (EICHENGREEN, MEHL, CHITU, 2018). Mais à fundo, La Porta *et al.* (1998 apud EICHENGREEN, 2015) argumentam que os países com regras legais que efetivamente protegem os acionistas e credores corporativos – em particular países com tradição de direito comum (*common law*, em inglês) – tendem a ter os mercados financeiros mais dinâmicos e desenvolvidos.

Durante a ascensão da Libra, tanto os investidores britânicos como estrangeiros mostraram uma forte preferência por listar suas empresas e dívidas em Londres – onde estavam sujeitos à lei britânica e, seus direitos de propriedade, relativamente seguros¹² (GUY, 1984 apud GERMAIN; SCHWARTZ, 2015). Por sua vez, a solidez do cenário legal e regulatório levou muitas empresas estrangeiras a buscar listagens em Dólar nos Estados Unidos (PRASAD,

¹² Em episódios passados de internacionalização de moedas, da Libra esterlina da Grã-Bretanha ao Dólar dos Estados Unidos [...] podia-se contar com os governos emissores para cumprir fielmente as obrigações contratuais. Se as circunstâncias fossem outras, é difícil imaginar que qualquer uma dessas moedas teria ganho muita tração nos mercados internacionais (COHEN, 2015, p. 12, tradução e supressão nossa).

2016). Em contrapartida, em países com sistemas legais menos favoráveis aos investidores como a China atual, empresas passam a público com menos frequência, os bancos desempenham um papel desproporcionalmente maior em relação aos mercados de valores mobiliários, a propriedade corporativa é concentrada e o “prêmio de voto”¹³ de ações é maior (EICHENGREEN, 2015).

Além disso, informações assimétricas e falta de transparência afetam negativamente os incentivos dos detentores de capital para se engajarem em negociações financeiras, sobretudo se as regras do jogo habilitarem essa assimetria (SOBEL, 2014). Uma economia política que é vista como fraudada ou que beneficia um grupo particular irá encontrar obstáculos para legitimação e dificuldades para desempenhar funções coletivas importantes ou para desenvolver a cooperação necessária para gerenciar problemas econômicos (GERMAIN, 2021). O compadrio, a corrupção e a fraude, por exemplo, podem ter consequências decididamente negativas, afetando incentivos, as percepções de equidade e mesmo as expectativas sobre taxas de retorno (SOBEL, 2014).

Nesse âmbito, as democracias parecem mais aptas a gerir o conflito social gerado entre as classes políticas e econômicas e, em particular, as elites que lidam com os recursos financeiros (SEABROOKE, 2006; GERMAIN; SCHWARTZ, 2015). O ponto argumentativo é que o sistema democrático cria um mecanismo autocorretivo para assegurar a responsabilidade do governo perante os cidadãos que representa e governa, o que, por sua vez, disciplina suas políticas – ao menos no longo prazo (COHEN, 2015; PRASAD, 2016). Na mesma linha, democracias são mais aptas a considerar os efeitos distributivos da emissão de uma moeda internacional, já que ela acarreta, como veremos, ganhos e perdas para diferentes segmentos sociais (CHEY, 2013). Ademais, através de transparência das instituições públicas, o direito à livre expressão e uma mídia sem restrições, as democracias acabam gerando confiança; não exatamente ao enfatizar forças, mas tornando óbvias e previsíveis as fraquezas e falhas no sistema (PRASAD, 2016).

Schultz e Weingast (2003) argumentam que as democracias são mais capazes de desenvolver mercados no ativo de referência (i.e, títulos do governo) cuja existência é um pré-requisito a função monetária de reserva. “As instituições representativas tornam mais fácil para aqueles que têm participação na dívida punir o soberano em caso de moratória” (SCHULTZ; WEINGAST, 2003, p. 5, tradução nossa). Além disso, usando dados históricos dos séculos XIX

¹³ Prêmio de voto refere-se ao preço das ações com alto direito de voto na tomada de decisões corporativas relativo àquelas com baixo.

e XX, Bordo e Rousseau (2006) apontam que eleições competitivas, o sufrágio universal e poucas mudanças irregulares no governo estão positivamente associados ao desenvolvimento financeiro. Fan *et al.* (2007) e Prasad (2016) argumentam, por sua vez, que as restrições à ação arbitrária por parte do executivo são críticas para tranquilizar os estrangeiros que contemplam o investimento em um país. Segundo Germain e Schwartz (2015):

Provavelmente, é por isso que o universo muito pequeno de exemplos históricos de países que forneceram uma verdadeira moeda internacional tem sido, até agora, povoado por democracias, *embora tenhamos cuidado com a generalização dessa pequena amostra* (GERMAIN; SCHWARTZ, 2015, pos. 3412, tradução e ênfase nossa).

De fato, as principais divisas internacionais dos séculos XIX e XX, respectivamente a Libra e o Dólar, eram as moedas de democracias liberais (EICHEGREEN, MEHL, CHITU, 2018). Por sua vez, a natureza autoritária do regime político chinês tem sido frequentemente indicada como um fator adverso ao desenvolvimento do mercado financeiro da China e à confiança no Renminbi (CHEY, 2013; LOMBARDI, WANG, 2015).

Outro exemplo emblemático pode ser verificado no Euro e nas incertezas que cercam a cooperação política europeia. Embora o Euro tenha atingido a internacionalização dada suas qualidades econômicas, seu uso transfronteiriço é dificultado por deficiências no arranjo político europeu (HE, 2015; PRASAD, 2016). O Euro é uma "moeda sem Estado" – o produto de um tratado entre nações e não a expressão de um único poder soberano – e, relevadas outras limitações, isso nunca foi uma questão para outras moedas internacionais (HELLEINER, 2013). Segundo argumenta McNamara (2008), dada a potencial divergência de interesses entre uma autoridade fiscal nacional e a autoridade monetária supranacional, o arranjo está em risco constante; ameaçado, principalmente, pela reorientação política dentro dos Estados-membro (e.g., através de movimentos nacionalistas).

Agentes serão pouco atraídos para um regime que carece de uma capacidade demonstrada de gestão política assertiva e bem-sucedida (WALTER, 2006; COHEN, 2015). Mesmo que possam ser creditadas como democracias e apresentem garantias de um estado de direito, nações que manifestem instabilidade política e crises institucionais recorrentes terão o apelo internacional de suas moedas prejudicado (HE, 2015). Nesse quesito, regimes autoritários têm alguma vantagem relativa, pois, embora careçam de confiança em geral, podem vir a propiciar maior estabilidade doméstica. De uma forma ou de outra, a coesão e solidez do arranjo político e social que forma o Estado é fundamental. Como colocado por Cohen (2015, p. 120,

tradução nossa), a moeda “pode ser considerada somente tão boa quanto o acordo político que a subscreve.”

3.2.2.5 *Segurança nacional*

Expectativas sociais desempenham um papel essencial na formação de confiança em uma moeda e essas expectativas também são moldadas por formas de força, como a capacidade militar que influencia a percepção de segurança das moedas internacionais (MCNAMARA, 2008; NORRLOF, 2020). Em última instância, é apenas lógico inferir que, se internamente todos os dinheiros são amparados pelo poder das autoridades que os emitem, certamente o poder relativo de um Estado no âmbito internacional também é fundamental. Poder gera confiança e “a confiança é a matéria-prima da qual todos os tipos de dinheiro são cunhados.” (HARARI, 2014, p. 180, tradução nossa).

Como já notado, as relações entre Estados soberanos ocorrem em uma situação de anarquia e, para investidores nervosos, uma nação militarmente poderosa¹⁴ pode fornecer estabilidade em meio ao ambiente de incertezas (PRASAD, 2016, COHEN, 2019). Uma estrutura militar materialmente forte garante um clima mais seguro para armazenar riqueza – com menos chances de sofrer as consequências negativas de conflitos ou intervenções de potências e grupos estrangeiros – garantindo estabilidade à política e às instituições domésticas tratadas no item anterior (COHEN, 2019; NORRLOF, 2020).

O poderio militar inigualável dos Estados Unidos no pós-guerra certamente foi primordial para impulsionar a confiança no Dólar (COHEN, 2019). Desde então, em todos os casos em que dinheiros alcançaram uma maior internacionalização (i.e., Marco alemão, Iene japonês e Euro europeu), o emissor permaneceu sob a égide de segurança dos Estados Unidos (MOMANI, 2008). O governo da Alemanha Ocidental, por exemplo, relutante em reconstruir um aparato militar no pós-guerra, resolveu confiar fortemente na proteção dos Estados Unidos; assim como fez o Japão, limitado por sua Constituição de Ocupação (COHEN, 2015). Nenhum dos dois países estava inclinado a questionar a liderança que Washington havia construído contra a ameaça securitária percebida da União Soviética (COHEN, 2019). Por sua vez, além

¹⁴ Conceitualmente, o poder militar pode ser descrito como o uso real ou ameaçado da violência, armas ou força. Existem inúmeros índices que tentam quantificar o poder militar dos Estados a partir da consideração de diversos atributos materiais, entre os quais estão: gastos militares, tamanho do efetivo, poder de fogo, capacidade tecnológica, segurança energética, disponibilidade de recursos e mesmo tamanho populacional, entre outros. Um exemplo é o *Composite Index of National Capabilities* (CINC) (COHEN, 2015).

da dependência da Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN), os defeitos estruturais nos mecanismos de governança da União Europeia – um grupo de Estados com capacidades militares limitadas e interesses divergentes de política externa – acabaram prejudicando o Euro (CHEY, 2013, 2014; COHEN, 2015).

A provisão de segurança externa também é determinante, pois governos estrangeiros podem ter suas preferências por moeda influenciadas pelas garantias de segurança de um Estado emissor. Membros de alianças militares são mais propensos a manter as moedas uns dos outros por considerações de ganhos relativos ou como um *quid pro quo* de proteção militar (NORRLOF, 2020). Eichengreen, Mehl e Chitu (2018) estimam, por exemplo, que uma aliança militar formal aumentará a participação de uma moeda nas reservas internacionais de um parceiro em até trinta pontos percentuais. De acordo com Helleiner (2013):

Durante a década de 1960, a Alemanha Ocidental manteve reservas em Dólar como um *quid pro quo* explícito pela proteção de segurança dos Estados Unidos. Outros analistas vincularam o apoio externo subsequente ao Dólar – não apenas em termos de reservas, mas também em denominação de exportações de petróleo, taxas de câmbio e padrões de investimento dos governos – aos aliados próximos dos Estados Unidos, como o Japão, a Arábia Saudita e os Estados do Golfo, por conta de sua dependência da segurança estadunidense (HELLEINER, 2013, tradução nossa).

Norrlof (2020, p. 127, tradução e interpolação nossas) vai além ao afirmar que “apenas potências militares fortes podem se tornar emissoras de moedas [internacionais], uma vez que isso requer a concessão de empréstimos em grande escala – e, potencialmente, recuperar os empréstimos por meio de ameaça ou uso da força.” Entretanto, a capacidade de um Estado projetar força no exterior exercerá mais atração enquanto o emissor for visto como um guardião da paz e da estabilidade, enquanto que o efeito oposto é mais provável se o emissor for visto como um desestabilizador ou agressor (COHEN, 2019).

3.2.2.6 *Afinidade política*

Finalmente, afinidade política e liderança em política externa também podem exercer uma forma de atração gravitacional ao incentivar o uso da moeda do líder (CHEY, 2013; HELLEINER, 2013; COHEN, 2019; NORRLOF, 2020). O processo de internacionalização de uma moeda nesse âmbito pode ser motivado por diversos tipos de relacionamento que aumentam a percepção de confiança dos agentes, como conexões baseadas em afinidades culturais – linguísticas ou históricas – além de projetos de integração regional; percepções e

ações ideológicas das autoridades nacionais; pressões de interesses domésticos com vínculos estreitos com o Estado emissor; etc (CHEY, 2013; COHEN, 2015, 2019; NORLOFF, 2020).

Segundo Norloff (2020), Estados têm incentivos para apoiar a moeda emitida por países dentro de uma aliança a partir da consideração de ganhos relativos. Quanto mais profundos são os laços, maior a probabilidade de que aliados sintam confiança usando o dinheiro da nação líder e, enquanto permaneçam fortes, estáveis e sistemicamente relevantes, os laços continuarão a agir sobre a preferência dos agentes.

A valer, à medida em que a Revolução Industrial e as vitórias militares britânicas, aos poucos, tornaram Londres o centro nevrálgico do mundo, as práticas monetárias britânicas também passaram a ser atraentes para os Estados que mantinham relações estreitas com a Grã-Bretanha (EICHENGREEN, 2005). Por sua vez, a existência contemporânea da “Zona do Franco” na África – cujas moedas são ancoradas ao Euro – é remanescente das relações coloniais, políticas e culturais entre a França e os vários países africanos anteriormente colonizados por ela (COHEN, 2015).

Ademais, ainda de acordo com Norrlof (2020), o compartilhamento de pontos de vista semelhantes sobre uma série de questões políticas e ideológicas podem moldar as preferências por uma moeda internacional na medida em que governos e agentes tentam promover os países emissores com os quais se alinham politicamente.

Não apenas governantes, mas também interesses privados transnacionais podem desempenhar um papel significativo no uso de certas moedas, conforme demonstrado pela maneira como as instituições financeiras do mercado de eurodólares de Londres influenciaram o uso global do Dólar, ou ainda como apenas um seletivo grupo de instituições estrangeiras é autorizada pelo governo chinês a participarem dos negócios de compensação do Renminbi no exterior – uma política que pode lhes fornecer oportunidades de se antecipar ao mercado e obter rendas de denominação, tornando-as encorajadoras da promoção do uso da moeda no exterior (CHEY, 2013).

3.2.3 Fabricação

Até aqui, embora todos os determinantes tratados envolvessem capacidades do Estado, eles atuaram e foram analisados pela ótica da demanda. Contudo, a posição internacional de uma moeda pode ser influenciada de maneiras mais diretas, se diferenciando da afinidade política enquanto forem ativas, propositais e levadas a cabo por iniciativa das autoridades de um Estado e não por iniciativa dos mercados ou da sociedade civil (STRANGE, 1971; CHEY,

2013, 2014; HELLEINER, 2013; COHEN, 2015, 2019). A saber, há espaço para tentativas deliberadas de influência e esforços estratégicos de governos para "fabricar" a internacionalização da moeda nacional, seja através da coerção, seja manipulando incentivos ou alterando as preferências subjacentes (COHEN, 2015).

Por um lado, um Estado pode projetar poder além de suas fronteiras, de forma não só a atrair, mas cooptar o uso de sua moeda; determinando a internacionalização pelo lado da oferta (CHEY, 2013; DE CONTI, PRATES, PLIHON, 2013; COHEN, 2015). A imposição de uso à países subordinados – sobre os quais Estados emissores exercem algum tipo de dominação política (e.g., relações coloniais) – é uma possibilidade (STRANGE, 1971).

É importante notar que, já no início do século XVIII, o governo da Grã-Bretanha adotou medidas deliberadas em suas colônias destinadas a promover o uso da Libra e, conseqüentemente, aumentar a liquidez do mercado financeiro de Londres (EICHENGREEN, 2005; CHEY, 2013).

Entretanto, o uso literal da força pode e tende a ceder lugar a formas mais dissimuladas de influência (CHEY, 2013; COHEN, 2015). Moedas podem alcançar um papel internacional, por exemplo, através do apoio voluntário de governos estrangeiros, quando a esses são oferecidos incentivos deliberados – explícitos ou implícitos – pelo Estado emissor (STRANGE, 1971; CHEY, 2013; HELLEINER, 2013).

Uma nação com dependência de crédito e investimento estrangeiro, por exemplo, é suscetível à influência política de países credores e pode ter de ajustar suas políticas financeiras para satisfazê-los (ARMIJO, TIRONE, CHEY, 2020).

No início do século XX, a larga expansão do Dólar foi resultante não apenas das altas taxas de crescimento do comércio e dos investimentos americanos, mas também por conta das assistências financeiras feitas por Washington e Wall Street a diversos países – inicialmente, via gastos militares e Plano Marshall, em seguida, pela internacionalização do capital privado americano para Europa, Ásia e América Latina (FRANKEL, 2012; CINTRA; MARTINS, 2013; DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). “Tais atividades do governo estadunidense deixaram um considerável rastro econômico que serviu para cultivar redes transacionais mais amplas para o Dólar” (HELLEINER, 2008, p. 362, tradução nossa).

Mais recentemente, a Iniciativa do Cinturão e Rota (*Belt and Road Initiative*, em inglês), colocada em prática pelo governo da China para o financiamento de projetos de infraestrutura em vários países; a promoção de organizações multilaterais regionais, como o Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura (AIIB, na sigla em inglês para *Asian Infrastructure Investment Bank*), e; o estabelecimento de uma rede *offshore* de centros de

compensação para o Reminbi; vem trazendo mudanças significativas na distribuição global de crédito e criando tração para o uso potencial da moeda chinesa além-fronteiras, mesmo embora o Reminbi ainda não seja totalmente conversível na China continental (PRASAD, 2016; ARMIJO; TIRONE; CHEY, 2020).

Por fim, o papel da geopolítica é evidenciado na construção de regimes monetários internacionais – sistemas padrão que permitem aos governos e seus cidadãos fazer negócios entre si de forma mais ordenada. Dentro da perspectiva de uma internacionalização verdadeiramente global, um Estado capaz de negociar os complexos arranjos monetários e políticos – que historicamente constituíram a ordem internacional – seria determinante (SOBEL, 2014; GERMAIN; SCHWARTZ, 2015).

No pós-guerra, os Estados Unidos conseguiram institucionalizar os compromissos geopolíticos forjados em Bretton Woods em duas organizações internacionais formais – Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial – e uma série de redes oficiais lideradas politicamente pelo governo estadunidense – passando pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Banco de Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês para *Bank of International Settlements*) e os vários outros fóruns e grupos que permitiram aos Estados Unidos reunir uma série de coalizões políticas contingentes para gerenciar problemas econômicos globais (GERMAIN, SCHWARTZ, 2015).

Chey (2013) e outros sugerem que tentativas de influência como as apresentadas – que podem ocorrer tanto em relações bilaterais quanto mediante a força dos Estados mais poderosos sobre instituições multilaterais – também modificam incentivos na esfera privada ao alterar as regras do jogo e podem estimular a demanda de mercado por uma moeda específica (LINDERT, 1969 apud DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Nada obstante, é importante notar que o registro histórico sugere a necessidade de uma certa harmonia entre a política oficial de um Estado emissor e as preferências dos potenciais usuários da moeda. Dos vários dinheiros que alcançaram uma utilização transfronteiriça substancial, nenhum parece realmente ter assumido tal posição como resultado de esforço oficial (COHEN, 2015). Mesmo bem planejada, a estratégia de fabricar a internacionalização da moeda pode falhar se ignorar completamente ou tentar atropelar o sentimento de demanda (COHEN, 2019).

4 HIERARQUIA MONETÁRIA

Os determinantes da internacionalização de uma moeda tratados na seção anterior (i.e., conversibilidade, fatores de atração e fabricação) acabam, pois, formando uma hierarquia entre dinheiros com um ou mais pontos fortes que respaldam a abrangência de sua aceitabilidade e credibilidade – em consonância ao que ocorre em âmbito doméstico (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; COHEN, 2015). Como visto, domesticamente, a força legítima e autoridade central do Estado acaba garantindo sua própria moeda no topo da hierarquia do dinheiro. Internacionalmente, contudo, a ausência de uma autoridade singular faz com que a formação da estrutura hierárquica seja dada por uma competição aberta entre as moedas, subscrita pela correlação de forças e capacidades entre os Estados soberanos. “O resultado é produzido por uma espécie de processo Darwiniano de seleção natural.” (COHEN, 2015, p. 9, tradução nossa).

Nesse processo evolutivo, os agentes econômicos escolhem entre os arranjos político-econômicos de diferentes Estados, recompensando as estratégias de sucesso e penalizando as menos eficientes ao “votar” com seus contratos e capital (SOBEL, 2014). Com efeito, segundo Cohen (2015), não haveria nada de irracional sobre o processo; pelo contrário, a internacionalização pode ser considerada como uma resposta de demanda natural às estruturas e incentivos predominantes.

Como já mencionado, entretanto, estruturas de incentivo também são largamente influenciadas pela ação política dos Estados e, embora, os economistas políticos concordem que em âmbito internacional a soberania estatal sobre a moeda é dividida com o mercado, eles discordam sobre a importância relativa dessas duas forças na configuração da hierarquia monetária internacional (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; CHEY, 2014; SOBEL, 2014). Diferentes perspectivas e correntes teóricas colocam pesos diferentes em vários dos determinantes do uso transfronteiriço do dinheiro, dependendo de qual tipo de fatores – políticos ou econômicos – eles avaliam como mais críticos (CHEY, 2014).

Fato é que governos e mercados são duas estratégias fundamentalmente diferentes para distribuir ganhos e perdas e o equilíbrio entre ambos nas relações internacionais pode afetar a importância relativa dos determinantes políticos e econômicos (CHEY, 2014; SOBEL, 2014). Não obstante, existem alguns aspectos notáveis que podem ajudar na consideração desse dilema. Quando uma moeda está em ascensão ou declínio internacional, por exemplo, o peso de fatores políticos provavelmente aumentará e o de fatores econômicos diminuirá porque as

propriedades econômicas intrínsecas, nessas circunstâncias, tendem a ser insuficientemente fortes para garantir o status da moeda (CHEY, 2013).

A valer, o uso prolongado da Libra britânica como importante moeda internacional após a Segunda Guerra Mundial é frequentemente atribuído a fatores políticos e não econômicos (EICHENGREEN, 2005; SCHENK, 2010). Para muitos países – especialmente da Comunidade Britânica – a retenção de reservas em libras estava ligada a benefícios que procuravam manter, como as relações comerciais especiais com o Reino Unido ou a preservação de laços de segurança com o governo de Londres (HELLEINER, 2013).

Tendo o caso da Libra em consideração, Strange (1971) analisou sob que circunstâncias os agentes privados e estatais começam a usar – seja para todos ou apenas para alguns fins – uma moeda estrangeira. Ao abordar essa questão, ela foi responsável por introduzir a primeira taxonomia sistemática de moedas internacionais, classificando as divisas em quatro categorias de acordo com a motivação de seu uso transfronteiriço – originalmente I) *neutral currency*; II) *top currency*; III) *master currency*, e; IV) *negotiated currency*. Elas foram traduzidas livremente e descritas de forma muito breve a seguir:

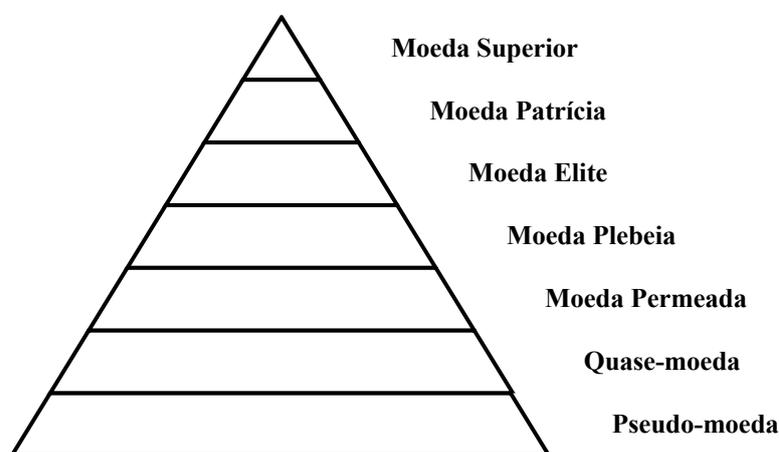
- I. *Moeda neutra*: Moedas que apelam para os atores do mercado por razões estritamente econômicas, como valor estável, ampla rede transacional, etc (e.g., Marco alemão e Franco suíço no pós-guerra).
- II. *Moeda superior*: Moedas neutras, acrescidas de dominância estrutural pelo Estado emissor (e.g., Dólar estadunidense no imediato pós-guerra).
- III. *Moeda mestra*: Moedas cujo uso deriva de relacionamentos formais de dominação (como laços coloniais) e dependem de um grau de coerção direta (e.g., Libra britânica na Zona Esterlina e Franco francês na Zona do Franco).
- IV. *Moeda negociada*: Moedas cujo uso dependem mais da persuasão e resultam da negociação diplomática ou entendimentos informais para promover ou sustentar o uso estrangeiro (e.g., Libra britânica no imediato pós-guerra).

Mais recentemente, Cohen (1998) procurou construir sobre a fundação de Strange (1971) para fornecer uma nova taxonomia às moedas internacionais. A seu turno, porém, o autor opta por classificar as moedas dando mais ênfase à amplitude de sua utilização e, para este fim, o fator principal não é o que especificamente motiva o seu uso, mas precisamente a escala e escopo da utilização. Em função da capacidade ou incapacidade de exercer as funções monetárias em âmbito internacional, o uso e a influência de umas poucas moedas populares

acabam abrangendo grandes partes do globo enquanto os domínios efetivos das outras moedas encolhem (COHEN, 2015).

Essa abordagem é representada na imagem da “Pirâmide Monetária” (Diagrama 2). A pirâmide é estratificada em sete categorias – originalmente I) top currency; II) patrician currency; III) elite currency; IV) plebeian currency; V) permeated currency; VI) quasi-currency, e; VII) pseudo-currency – ordenadas em função da abrangência da utilização transfronteiriça e da capacidade, ou incapacidade, de exercer funções monetárias. Os termos foram traduzidos de forma livre a seguir.

Diagrama 2 – Pirâmide monetária



Fonte: Cohen (2015, p. 15, tradução nossa).

Embora, segundo o próprio autor, seja difícil operacionalizar tal imagem para fins analíticos, ela é útil para ilustrar a diversidade das relações competitivas do dinheiro. Uma vantagem é que a esquematização atenta também para as moedas mais inferiores do sistema monetário. A seguir, faremos uma breve descrição de cada uma das categorias com base em Cohen (1998, 2015):

- I. *Moeda superior*: Moedas cujo uso domina para a maioria, senão para todos os tipos de fins transfronteiriços e cuja popularidade é praticamente universal (e.g., Dólar estadunidense).
- II. *Moeda patrícia*: Moedas cujo uso para vários fins transfronteiriços, embora substancial, não é dominante e cuja popularidade, embora generalizada, é algo

menos do que universal – geralmente limitada a uma região geográfica específica (e.g., Euro europeu; Iene japonês).

- III. Moeda elite: Moedas com atratividade suficiente para se qualificar para algum grau de uso internacional, mas de peso insuficiente para exercer muita influência além de suas próprias fronteiras nacionais (e.g., Libra britânica; Franco suíço; Dólares australiano e canadense).
- IV. Moeda plebeia: Moedas que tendem a atrair pouco uso transfronteiriço, exceto talvez por uma certa parcela de faturamento comercial. Aqui encontramos moedas de pequenas economias industriais, algumas nações emergentes e países exportadores de petróleo (e.g., Coroas suecas e norueguesas; Won sul-coreano).
- V. Moeda permeada: Moedas cuja competitividade é comprometida até domesticamente. Embora a soberania monetária nominal continue a residir com o governo emissor, uma divisa estrangeira substitui a alternativa doméstica, particularmente como uma reserva de valor. O leque de moedas permeadas é na verdade bastante amplo, abrangendo muitas economias do mundo em desenvolvimento, particularmente na América Latina e no Sudeste Asiático (e.g., Bolívar venezuelano; Peso argentino).
- VI. Quase-moeda: Moedas que são substituídas não apenas como uma reserva de valor, mas, em grande medida, como uma unidade de conta e meio de troca também, acentuando assim o grau de inferioridade da moeda local. Quase-moedas são dinheiros que mantêm a soberania nominal, mas são largamente rejeitados na prática para a maioria dos propósitos monetários. Aqui encontramos moedas de alguns países subdesenvolvidos, especialmente na África (e.g., Dólar zimbabuano até 2009).
- VII. Pseudo-moeda: Moedas que, na prática, só existem no nome – encontrados em poucos países onde uma moeda estrangeira mais forte é usada como curso legal (e.g., Balboa panamenha).

Verifica-se, obviamente, que nem todas as moedas são usadas em âmbito internacional, mas mesmo aquelas que o são têm uma importância relativa bastante heterogênea. Em primeiro lugar, o número de moedas que executam todos os seis papéis monetários em escala verdadeiramente global é historicamente muito limitado. Na era moderna, apenas duas moedas se qualificaram para tal, ascendendo ao estrato mais alto da pirâmide: a

Libra britânica antes da Primeira Guerra Mundial e o Dólar estadunidense depois da Segunda (CHEY, 2013; COHEN, 2015). Importante notar aqui que, em princípio, mais de uma moeda superior poderia ocupar a posição no topo da Pirâmide Monetária, como de fato o fizeram juntamente a Libra e o Dólar durante o período entre-guerras (COHEN, 2015).

Mais recentemente, entre todas as outras moedas do mundo, apenas o antigo Marco alemão, o Iene japonês e o Euro europeu têm sido competitivos o bastante para exercer todas as funções monetárias; porém o fizeram em regiões geográficas mais limitadas. As outras poucas moedas que conseguiram arrogar alguma atividade transfronteiriça, geralmente executam apenas algum dos seis papéis do dinheiro (COHEN, 2015).

A análise sobre a hierarquia monetária sugere justamente que diferentes moedas – emitidas por Estados com capacidades díspares – possuem distintas combinações de atrativos e os impactos de cada um deles tendem a ser desiguais para cada uma das funções da moeda. Portanto, não é surpreendente verificar variações na combinação de papéis internacionais desempenhados por diferentes moedas (CHEY, 2014; COHEN, 2019).

Estados com grandes economias, mas com sistemas financeiros pouco desenvolvidos, podem ver suas moedas ganharem tração no comércio, porém pouca expressão em investimentos. Por outro lado, mesmo as potências econômicas relativamente pequenas, que passam a ter mercados financeiros sofisticados, podem ver suas moedas reivindicarem algum papel de investimento e até mesmo de reserva (COHEN, 2015).

Alguns Estados emissores podem ter um fraco histórico de inflação ou não possuem profundidade e liquidez suficiente em seus mercados financeiros. Outros simplesmente podem não ser suficientemente grandes para oferecer uma ampla rede transacional ou projetar poder efetivamente. E outros podem não ter a estabilidade política ou o estado de direito necessários (COHEN, 2015, p. 14, tradução nossa)

Com efeito, a ascensão de uma moeda repousa também sobre falhas das outras economias políticas (SOBEL, 2014).

Mas o que dizer sobre a outra via da causalidade? Poucos observadores duvidam que haja algum tipo de conexão causal entre moeda e poder (i.e., entre o uso internacional de um dinheiro e o poder do Estado que o emite). De fato, vimos até aqui como as capacidades do Estado – tidas como determinadas *a priori* – realçam o uso transfronteiriço da moeda. Não obstante, de acordo com Cohen (2015), há toda razão para acreditar que a internacionalização de uma moeda pode ter impactos consideráveis *a posteriori* na distribuição de poder entre Estados. Analisar essas ligações causais, suas fontes estruturais e suas consequências nas relações internacionais é o que se pretende na seção a seguir.

5 PODER MONETÁRIO

Há tempos é reconhecido que a conexão entre poder e dinheiro é muito próxima (COHEN, 2015). Desde os primeiros estágios do surgimento do Império Romano, no fim da Segunda Guerra Púnica, até o final do século III d.C., o Denário marcou o território do império e representou o sinal mais tangível do poder de Roma¹⁵ (OLIVA, 2015). Durante o século XIX, a ascensão da Libra como principal moeda do mundo foi paralela à consolidação do poderoso Império Britânico, “onde o sol nunca se punha” (HOBSBAWM, 1975 apud GERMAIN; SCHWARTZ, 2015). Da mesma forma, a proeminência contemporânea do Dólar foi consoante à posição dos Estados Unidos como “superpotência” e “líder do mundo livre” a partir da Segunda Guerra Mundial (COHEN, 2015).

Apesar disso, é simplesmente assumido que a internacionalização de uma moeda nacional aumenta o poder do Estado emissor. Comprovar, contudo, em que sentido a posse de uma moeda internacional concede esse poder e como ele se manifesta não é uma tarefa fácil (ZIMMERMANN, 2013 apud COHEN, 2015).

A valer, não há uma teoria sobre poder monetário amplamente adotada. Na verdade, o que existe é uma literatura fragmentada – reflexo da análise mais ampla do próprio conceito de poder que segundo Cohen (2015), por vezes, se perde em meio à confusão teórica e à cacofonia nos campos da teoria política, das ciências sociais e das relações internacionais.

A maioria das pessoas têm uma noção intuitiva do que o poder significa; mas sistematicamente colocada – de Platão à Aristóteles, de Maquiavel à Hobbes, de Pareto à Weber – a ideia jamais foi unânime, haja vista que “quanto mais examinamos a questão do poder, mais turvo o conceito se torna.” (REICH; LEBOW, 2014, p. 25, tradução nossa). Morgenthau (1948/2003, p. 49) sugere que “o conceito de poder [...] representa um dos problemas mais difíceis e controversos da ciência política.” Gilpin (1983, p. 13, tradução nossa) descreve a ideia de poder como “uma das mais problemáticas no campo das relações internacionais.” Para Baldwin (2013, p. 273, tradução nossa), o único consenso existente está “no estado insatisfatório de conhecimento sobre o tópico.”

Na definição clássica de Dahl (1957, p. 202, tradução nossa), “*A* tem poder sobre *B* na medida em que ele pode fazer com que *B* faça algo que *B* não faria de outra maneira.” Um ator, nesse sentido, é poderoso na medida em que pode efetivamente coagir, barganhar e conformar

¹⁵ A própria palavra para “dinheiro” descende de Denário em muitos dos idiomas originados do Latim, além do português: italiano (denaro), esloveno (denar), espanhol (dinero), entre outros.

outrem. No entanto, outros argumentam que o poder não significa apenas a capacidade de influenciar os outros, como também a simples faculdade de agir autonomamente (i.e, livre da influência de outros) (CARROLL, 1972; LOMBARDI; WANG, 2015). Um ator, portanto, também é poderoso na medida em que pode agir de forma unilateral, apesar de resistência alheia.

Para muitos observadores, esta pode ser uma redundância conceitual, afinal, um potencial de influência é automaticamente criado sempre que a autonomia é alcançada (COHEN, 2015). A distinção, todavia, é extremamente útil. Potencial não é a realização do poder em si e autonomia não se transmuta em influência automaticamente – ela depende de circunstância e agência do ator. Com efeito, autonomia e influência são duas dimensões do mesmo conceito; a primeira circunscrita à segunda. É possível dizer que autonomia exista sem influência, mas o inverso não é verdadeiro (COHEN, 2015; CAPINZAIKI; COELHO, 2016).

Mais à fundo, estudiosos também procuraram diferenciar as múltiplas encarnações do poder, como: o poder direto e indireto, o poder ativo e passivo, o poder relacional e estrutural, etc (BACHRACH; BARATZ, 1962; LUKES, 1974; KEOHANE; NYE, 1977; STRANGE, 1988; COHEN, 2015). Sem ousar empreender na laboriosa tarefa de explicar tantos conceitos em detalhe – o que arriscaria delongar demasiadamente este trabalho – julga-se adequado, para uma compreensão mais razoável do que se pretende nesta seção, fazer uma breve referência à abordagem das “faces do poder” proposta inicialmente por Bachrach e Baratz (1962) e utilizada por Cohen (2015).

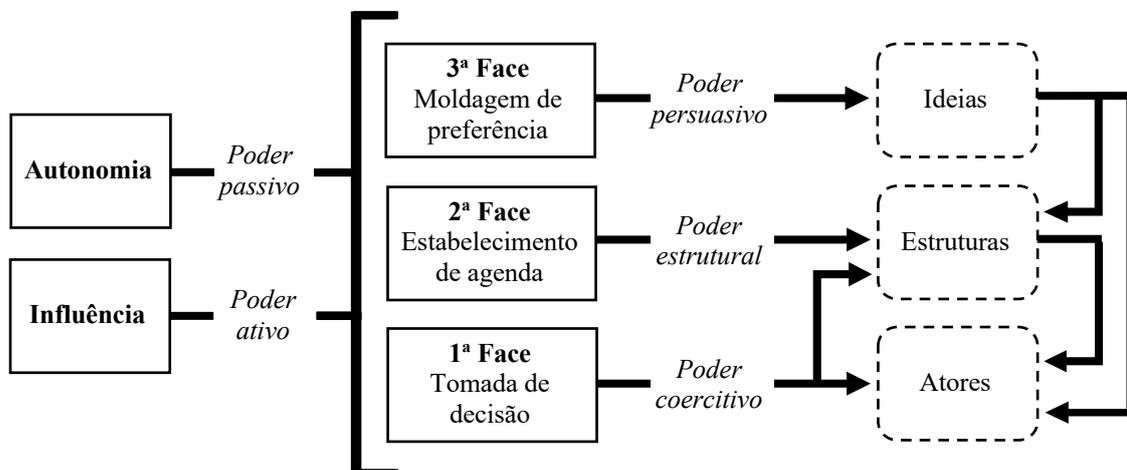
De acordo com esses autores, a ação direta – que ecoa Dahl – representa apenas uma “face” do poder. Existiria ainda uma segunda que opera através de restrições e incentivos criados pela estrutura sistêmica das relações, a qual molda o espaço de ação disponível para os atores individuais nela inseridos (BACHRACH; BARATZ, 1962). Dessa forma, o comportamento pode ser conduzido – independentemente da preferência dos atores – por uma lógica consequencial determinada à nível sistêmico (COHEN, 2015). Esta é uma ideia bastante semelhante ao “poder estrutural” proposto por Strange (1988), definido como o poder de decidir como as coisas serão feitas; de estabelecer a agenda; de moldar as fundações sobre as quais os atores se relacionam entre si (COHEN, 2019).

Ademais, Lukes (1974) introduziu uma terceira face do poder, que aborda não as estruturas de incentivo, mas a manipulação das próprias preferências em si. Nas palavras do autor, “*A* pode exercer poder sobre *B* ao fazer com que ele faça o que não deseja fazer, mas também exerce poder sobre ele influenciando, moldando ou determinando seus próprios desejos.” (LUKES, 1974, p. 23, tradução nossa). A natureza dessa face é essencialmente

cognitiva, influenciando os pensamentos dos atores de forma a persuadi-los a desejar coisas que poderiam ter ignorado ou se oposto, através de impactos constitutivos sobre suas identidades – ao longo das mesmas linhas sugeridas pela teoria construtivista (ONUF, 1989 apud COHEN, 2019; WENDT, 1992). A terceira face do poder é também análoga à idéia de “hegemonia” de Antonio Gramsci e ao conceito de “*soft power*” de Nye (1990). Este último envolve as formas mais intangíveis de influência derivadas da atração cultural e ideológica de um Estado – que contrastam com o “*hard power*” – que deriva das capacidades decididamente materiais de um Estado e se manifesta tanto na primeira como na segunda face do poder (BALDWIN, 2013; COHEN, 2015).

As três faces foram respectivamente sintetizadas por Hay (1997 apud COHEN, 2015) nos termos alusivos de *decision-making*, *agenda-setting* e *preference-shaping* (i.e., tomada de decisão, estabelecimento de agenda e moldagem de preferência, em tradução livre). O Diagrama 3 é uma tentativa de esquematizar, de forma simplificada, as três faces do poder tratadas acima.

Diagrama 3 – Manifestações das três faces do poder



Fonte: Elaborado pelo autor.

Voltando à questão monetária, verifica-se que o foco habitual da análise é o dinheiro como um instrumento disponível para uso direto na consecução de objetivos selecionados – a primeira face do poder (KIRSHNER, 1997; COHEN, 2015). Porém, à luz de Cohen (2015, 2019) e da abordagem das faces do poder, procurar-se-á demonstrar que o papel da moeda

também pode vir a ser mais indireto, reforçando a autonomia do Estado e aumentando seu potencial de influência por outros caminhos.

5.1 BALANÇA DE PAGAMENTOS E “PODER DE AJUSTE”

Como visto anteriormente, toda nação tem, por definição, uma balança de pagamentos. Durante um determinado período, um país experimenta tanto fluxos de entrada quanto de saída de dinheiro para liquidar as transações comerciais e financeiras efetuadas. O óbice, contudo, é que nem sempre esses fluxos se equilibram – frequentemente as entradas excedem ou ficam aquém das saídas, gerando um superávit ou um déficit (i.e., um desequilíbrio externo) (PRASAD, 2016). A integração profunda e sustentada entre as economias leva a muitos tipos de desequilíbrios, sobretudo em um sistema monetário que não conta com uma moeda mundial (GERMAIN, 2021). Quando se tornam excessivos, os desequilíbrios geram pressões mútuas de ambos os lados da balança para movê-la de volta a um ponto de equilíbrio (COHEN, 2015).

O processo pelo qual os desequilíbrios são corrigidos é conhecido como *ajuste* – tecnicamente definido como uma realocação marginal dos recursos produtivos e do comércio de bens e serviços sob a influência de mudanças macroeconômicas nos preços relativos, rendimentos e/ou taxas de câmbio (COHEN, 2019). Ajustes também implicam, geralmente, alguma forma de constrangimento orçamentário que diminui a margem de manobra dos governos para equacionar seus objetivos e conflitos distributivos domésticos (CAPINZAIKI; COELHO, 2016). À saber, o risco de desequilíbrios insustentáveis (i.e., uma crise de pagamentos) representa uma ameaça constante à independência de política dos Estados (COHEN, 2015).

Para tanto, existe um enorme incentivo para se evitar os custos envolvidos em um ajuste. Além disso, uma vez que o déficit de um país é o superávit de outro, a realocação de recursos em uma economia particular não pode ocorrer sem que haja um movimento equivalente em outras, o que nos força a considerar as balanças de pagamentos nacionais como elementos de interdependência (EICHENGREEN, 2004; CAPINZAIKI; COELHO, 2016). Dada a reciprocidade inescapável da balança de pagamentos, os governos sempre preferirão ver os demais fazerem os sacrifícios necessários (COHEN, 2015).

Nesse âmbito, a questão central que confronta os Estados é a distribuição do ônus gerado pelo ajuste ao desequilíbrio externo e a base do poder monetário estaria, pois, na capacidade de evitar dito ônus (ANDREWS, 1994; KAELBERER, 2005; COHEN, 2015, 2019). *Ceteris paribus*, quanto maior for a capacidade de evasão do ajuste por um Estado, maior

será sua autonomia relativa aos outros países e maior será seu potencial de influência. Nesse sentido, argumenta Cohen (2015), há duas formas de poder monetário – um *poder para adiar* o ajuste e um *poder para desviar* o ajuste.

O poder para adiar é a capacidade de postergar o início do processo de ajuste através do financiamento do desequilíbrio externo. Quando o processo de ajuste não puder ser adiado, o poder para desviar representa a capacidade de redirecionar o máximo possível do custo de ajuste para outros (CHEY, 2013; COHEN, 2015). O poder para adiar é em grande parte função da posição internacional de liquidez de um país em relação aos outros, o que inclui tanto as próprias reservas como a capacidade de contração de empréstimos. Já o poder para desviar tem sua fonte em variáveis mais estruturais, como a sensibilidade e vulnerabilidade da economia doméstica a choques externos¹⁶ (CHEY, 2013; COHEN, 2015; 2019; HE, 2015).

Segundo Cohen (2015) as duas formas de poder de ajuste são relacionadas, respectivamente, a dois tipos de custos de ajuste: um custo *contínuo* de ajuste e um custo *transitório* de ajuste. O custo contínuo do ajuste pode ser definido como o custo do novo equilíbrio de pagamentos prevalecente após a mudança ter ocorrido. O custo transitório do ajuste, em contraste, pode ser definido como o custo da própria mudança.

Nessa circunstância, a internacionalização da moeda pode ser determinante. O ponto argumentativo é que para os poucos Estados privilegiados cujo dinheiro é usado para fins internacionais, tanto a posição internacional de liquidez quanto a aptidão e resiliência da economia nacional são efetivamente aprimoradas pela disposição dos estrangeiros de aceitar e segurar a moeda do país (CHEY, 2014; COHEN, 2015; PRASAD, 2016). De que forma, especificamente, uma moeda internacional realça essas capacidades específicas do Estado emissor para evitar custos de ajuste é a questão primordial que se segue.

5.2 BENEFÍCIOS E CUSTOS DA EMISSÃO DE MOEDAS INTERNACIONAIS

Para qualquer país cujo dinheiro venha a adquirir apelo internacional, há ganhos e riscos envolvidos e, portanto, múltiplos *trade-offs* são inevitáveis. O cálculo racionalista de custo-benefício não é inequívoco e a ideia axiomática de que a moeda internacional aumenta o

¹⁶ Segundo Keohane e Nye (1977), a sensibilidade envolve a suscetibilidade de uma economia a impactos externos – o grau em que as condições em um país podem ser afetadas, positiva ou negativamente, por eventos que ocorram em outros lugares. A vulnerabilidade, em contraste, envolve a possível absorção do impacto do exterior – o grau em que (em outras palavras, o custo pelo qual) um país é capaz de sobrepor-se ou acomodar-se aos efeitos de eventos ocorridos em outro lugar.

poder do Estado emissor apresenta mais nuances e complexidades do que a narrativa comum geralmente assume (CHEY, 2013; HELLEINER, 2016; COHEN, 2019). Com efeito, alguns Estados se esforçaram para facilitar a internacionalização de suas moedas em busca dos benefícios, enquanto outros deliberadamente a evitaram por medo dos custos (CHEY, 2013).

Assim como em relação aos determinantes da internacionalização e o próprio conceito de poder, a tarefa de avaliar os canais pelos quais a moeda amplia o poder estatal é complicada por variações na lista de possíveis ganhos e riscos da internacionalização compilados por analistas distintos. Sobretudo nota-se, mais uma vez, a comum omissão da consideração política, haja vista que grande parte da ciência econômica geralmente tende a restringir a dinâmica do sistema monetário internacional às funções instrumentais da moeda (CHEY, 2013; WINECOFF, 2014; COHEN, 2015; LOMBARDI, WANG, 2015).

Entretanto, como estressado ao longo deste trabalho, o dinheiro é uma entidade tanto política quanto econômica. Tendo isso em vista e levando em conta estudos tanto da ciência econômica quanto da ciência política, elaborou-se um compêndio dos benefícios e custos relevantes à emissão de uma moeda internacional, apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Benefícios e custos da emissão de moedas internacionais

| Benefícios | Custos |
|---------------------------------|--------------------------------|
| Redução dos custos de transação | Apreciação cambial |
| Senhoriagem internacional | Acúmulo de passivos externos |
| Flexibilidade macroeconômica | Responsabilidade internacional |
| Alavancagem geopolítica | |
| Prestígio | |

Fonte: Adaptado de Cohen (2015, p. 18, tradução nossa).

Em primeiro lugar, economistas destacam um conjunto de ganhos microeconômicos para o setor privado doméstico através da redução dos custos de transação. Além disso, há a geração de senhoriagem sobre estrangeiros e; uma importante flexibilização da gestão macroeconômica para o Estado emissor. Já os cientistas políticos adicionam dois efeitos: o poder de barganha e influência política propiciada pelo uso direto e indireto do instrumento

monetário; além do aumento do status e prestígio – simbólico, mas persuasivo – do país emissor.

Por outro lado, os riscos da internacionalização incluem a possibilidade de uma apreciação indesejada da moeda e a gestão dos possíveis conflitos distributivos e *trade-offs* sociais gerados em âmbito doméstico; um acúmulo de passivos nas mãos de estrangeiros, e por fim; o ônus da responsabilidade política de administrar a oferta monetária além-fronteiras. A seguir, analisaremos cada um desses itens.

5.2.1 Benefícios

5.2.1.1 Redução dos custos de transação

Os ganhos microeconômicos, que se acumulam no setor privado, são razoavelmente óbvios e incontroversos (PAPAIOANNOU; PORTES, 2008; COHEN, 2019). Em primeiro lugar, há a ampliação das redes transacionais para as empresas e instituições domésticas, que então se beneficiam de ganhos de eficiência e economias de escala através do maior volume de negócios na própria moeda (CHEY, 2014; COHEN, 2015).

A internacionalização oferece novas oportunidades de lucro para bancos e outras instituições financeiras que gerenciam as reivindicações em moeda local de propriedade de investidores e bancos centrais estrangeiros, o que é caracterizado por Swoboda (1968) como “rendas de denominação” (COHEN, 2015).

Uma vez que as instituições financeiras domésticas têm acesso privilegiado aos recursos do banco central do Estado emissor, elas acabam se beneficiando de uma vantagem competitiva no fornecimento de crédito e outros serviços na própria moeda, podendo criar, de forma facilitada, instrumentos financeiros mais universalmente aceitos (COHEN, 2019).

Consequentemente, um setor financeiro maior e mais lucrativo pode servir melhor a economia real doméstica, reduzindo o custo de capital e ampliando o conjunto de instituições financeiras dispostas e capazes de fornecê-lo (PAPAIOANNOU; PORTES, 2008; CHEY, 2013). As grandes empresas também podem obter um acesso mais amplo aos mercados financeiros internacionais, permitindo-lhes tomar empréstimos mais baratos e em maior escala (SUBACCHI, 2017; COHEN, 2019).

Em segundo lugar, há a redução dos custos e riscos cambiais. Na medida em que a internacionalização da moeda nacional amplia e aprofunda os mercados, as empresas e

instituições domésticas tornam-se cada vez mais capazes de faturar e liquidar suas transações internacionais em moeda própria, transferindo, pois, o risco cambial – que envolve custos associados à proteção contra flutuações e à necessidade de cálculos de preço complexos – para seus clientes e parceiros estrangeiros (PAPAIOANNOU; PORTES, 2008; PRASAD, 2016; COHEN, 2019).

Ademais, a internacionalização permite que empresas e instituições financeiras domésticas acessem mercados financeiros internacionais sem incorrer em risco cambial, através da denominação de ativos e passivos externos na própria moeda (SUBBACHI, 2017). As vantagens podem ser significativas, sobretudo na ocasião de contratos de longo prazo (GENBERG, 2009).

Finalmente, os cidadãos comuns também podem se beneficiar na medida em que são capazes de usar seu próprio dinheiro quando viajam para o exterior (COHEN, 2015).

Isso posto, o sistema financeiro do Estado emissor, como um todo, recebe impulso com a internacionalização e os negócios – financeiros ou não-financeiros – podem ser expandidos no exterior a custos reduzidos, gerando maiores retornos do que seria possível em condições normais (COHEN, 2019). Efetivamente, como argumentado por Kannan (2007 apud PAPAIOANNOU; PORTES, 2008), o país emissor experimenta uma melhora em seus termos de troca uma vez que a internacionalização aumenta o poder de compra doméstico.

5.2.1.2 Senhoriagem internacional

À nível macroeconômico, o benefício da internacionalização mais amplamente citado é a receita de senhoriagem – tecnicamente definida como o excesso do valor nominal de uma moeda sobre seu custo de produção (HELLEINER, 2016; COHEN, 2019). A senhoriagem é auferida domesticamente por qualquer governo cujo banco central emita sua própria moeda, porém, o banco central que venha a emitir uma moeda internacional goza da vantagem de poder coletar essas receitas de cidadãos estrangeiros (PRASAD, 2016).

O benefício material líquido é gerado sempre que estrangeiros adquirem e detêm uma certa quantia do dinheiro nacional – incluindo os ativos denominados na moeda (COHEN, 2019). Para obterem essas quantias, agentes estrangeiros precisam fornecer bens, serviços ou posses na transação (OLIVA, 2015; PRASAD, 2016). Isso permite ao Estado emissor sacar riqueza material de outros países através da troca de, digamos, simples cédulas de papel – cujo custo é negligenciável – por bens e serviços produzidos no exterior (CHEY, 2013). Uma vez que dinheiro físico não é um ativo remunerado (i.e., não é pago qualquer juro sobre sua posse),

a detenção de notas e moedas além-fronteiras equivale, com efeito, a um empréstimo sem juros ao Estado emissor (PAPAIIOANNOU; PORTES, 2008; COHEN, 2015).

Ademais, a acumulação externa de ativos financeiros denominados na moeda nacional, acaba tendo o efeito de reduzir taxas de juros e o custo do crédito no país emissor para além do que as circunstâncias normais permitiriam (PAPAIIOANNOU; PORTES, 2008; COHEN, 2015). Gourinchas e Rey (2007) argumentam que essa dinâmica acaba afetando a composição do balanço externo nacional ao facilitar a expansão de investimentos no exterior, ao mesmo tempo em que possibilita a tomada de empréstimo barato via emissão de dívida de curto prazo denominada na moeda nacional.

Por essa razão, as discussões sobre internacionalização e senhoriagem por vezes também invocam o argumento de que o país emissor é capaz de obter retornos mais altos sobre seus ativos no exterior em relação ao que paga sobre seus passivos externos – auferindo um “desconto de liquidez” (PAPAIIOANNOU; PORTES, 2008; CHEY, 2013; HELLEINER, 2016; GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

Para resumir em outras palavras, acumulações estrangeiras da moeda representam uma transferência econômica implícita que constitui um ganho de recursos reais e um subsídio de juros para a economia do Estado emissor como um todo (COHEN, 2019).

5.2.1.3 *Flexibilidade macroeconômica*

Podemos verificar que todos os ganhos da internacionalização tratados anteriormente se somam para tornar mais fácil que a economia nacional capte recursos e financie seus gastos e investimentos, tanto domésticos quanto externos. Na verdade, para o Estado emissor – à depender da extensão do uso transfronteiriço da moeda nacional – materializa-se à nível macroeconômico uma capacidade para incorrer em “déficits sem lágrimas”, como colocado eloquentemente por Rueff (1972 apud COHEN, 2019).

Por um lado, a demanda estrangeira pela moeda nacional contribui, especialmente, para reduzir os juros pagos sobre o ativo de referência do sistema (i.e., os títulos do governo) o que, por sua vez, diminui o fardo do serviço da dívida pública no longo prazo e retroalimenta a confiança dos agentes na capacidade de solvência do Estado – realçando ainda mais a atratividade de seus papéis e, por conseguinte, de sua moeda (PRASAD, 2016). Mais extraordinário, por outro lado, é o fato de que o tamanho da disposição dos estrangeiros de segurar a moeda nacional remove proporcionalmente as restrições na balança de pagamentos

do Estado emissor, tornando irrelevante a carência por liquidez internacional à medida que liquidez nacional a substitui (CHEY, 2014; COHEN, 2015, 2019; PRASAD, 2016).

Na prática, a internacionalização acaba permitindo ao Estado emissor financiar déficits externos com sua própria moeda (PAPAIIOANNOU; PORTES, 2008; CHEY, 2013; COHEN, 2015; HELLEINER, 2016). Isso evita, por exemplo, a necessidade de se manter grandes quantidades de reservas cambiais e, apesar dos riscos, possibilita, em última instância, financiamento através da “exportação” de inflação (i.e., aumentando a oferta monetária e reduzindo o valor real dos ativos detidos por estrangeiros) (HE, 2015; PRASAD, 2016).

Uma moeda internacional, portanto, fornece um instrumento relevante que realça a gestão macroeconômica do Estado emissor ao aliviar possíveis restrições externas às suas políticas monetária e fiscal (CHEY, 2013; COHEN, 2015, 2019). Respectivamente, quanto maior for a capacidade de financiar déficits, menos importante será o impacto de desequilíbrios externos sobre a política monetária e mais fácil será para as instituições e elites nacionais implantarem projetos que subscrevam interesses e objetivos mais ambiciosos de política doméstica e externa (CHEY, 2013; HE, 2015; COHEN, 2019). Em suma, o que ocorre é uma expansão – sobre as jurisdições de outros países – das vantagens que beneficiam a posição orçamentária do Estado até então extraídas apenas sobre a hierarquia doméstica.

5.2.1.4 Alavancagem geopolítica

Indo além da possibilidade de isolamento de restrições externas, o uso internacional de uma moeda presumivelmente reforçará as capacidades materiais do Estado emissor (COHEN, 2019). Em primeiro lugar, como já deve estar claro, a flexibilidade macroeconômica facilita o aumento de gastos de todo tipo (e.g., militares) que venham a sustentar o interesse nacional e a consecução de projetos geopolíticos (CINTRA; MARTINS, 2013; OLIVA, 2015). Outrossim, a própria moeda pode amparar diretamente a ação política em circunstâncias seletivas, através de pagamentos direcionados, assistências financeiras ou subornos à amigos, aliados e agentes de interesse como um incentivo positivo ou forma de recompensa por comportamento cooperativo (KIRSHNER, 1997; CHEY, 2013).

A chave para alavancagem, no entanto, é o elemento de dependência criado quando os não-residentes passam a utilizar a moeda nacional para as mais diferentes funções internacionais (COHEN, 2015). A ideia é simples: quanto mais os estrangeiros dependerem da moeda para conduzir seus negócios, maior é a capacidade potencial de pressão ou controle por parte do Estado emissor (KIRSHNER, 1997; CHEY, 2013; COHEN, 2015).

Portanto, não apenas recompensas podem ser oferecidas, como punições também podem ser empregadas àqueles que de alguma forma necessitam do dinheiro nacional. Adversários podem ser privados da participação em redes de pagamento e de compensação essenciais (i.e., sofrer sanções) na eventualidade de tensões políticas, enquanto que as nações amigas podem receber empréstimos ou acesso privilegiado à moeda na ocasião de crises financeiras e escassez de liquidez (KIRSHNER, 1997; COHEN, 2015). A valer, dada a integração das economias de mercado modernas e sua sujeição aos mecanismos de crédito e compensação internacionais para realizar transações, sanções financeiras desse tipo têm um impacto significativo e são muito mais profundas e difíceis de evadir quando comparadas às sanções comerciais (DREZNER, 2015 apud COHEN, 2019).

A importância da moeda pode também conferir ao Estado emissor capacidade para influenciar e moldar arcabouços institucionais (e.g., tendências regulatórias, métodos de governança e gestão de crises financeiras) que acabam rearticulando os interesses econômicos e políticos de importantes atores sociais no exterior – mesmo aqueles que não dependam da divisa internacional em si (CHEY, 2013; COHEN, 2019).

5.2.1.5 *Prestígio*

Por fim, a ampla circulação da moeda nacional pode se tornar uma fonte de status e prestígio para o Estado emissor – um símbolo tangível de sua soberania e “posição destacada na comunidade das nações” – constituindo um poderoso canal cognitivo que reforça a confiança na divisa (CHEY, 2013; HELLEINER, 2006; COHEN, 2015). Como lembrado por Prasad (2016, p. 23, tradução nossa), “as moedas interagem com a psique nacional de maneiras complicadas. Elas simbolizam a força de um país e o ajudam a exercer poder na guerra econômica.”

A dependência construída em torno de uma moeda pode agir para moldar as preferências intrínsecas dos seus usuários – de fato incentivando-os a identificar os próprios interesses com os interesses do Estado emissor (CHEY, 2013; HELLEINER, 2016). Ao canalizar e fortalecer fluxos de comércio e finanças, as externalidades de rede também contribuem para fazer com que os agentes desenvolvam um desejo adquirido na estabilidade da moeda internacional, apoiem laços estreitos com o país que a emite e submetam-se mais facilmente às práticas, formulações, orientações e requisitos deste último (ANDREWS, 2006; HELLEINER, 2006).

No nível mais profundo, a internacionalização da moeda pode implicar inclusive na reconfiguração, ao menos à margem, do próprio sentido de identidade dos usuários. Assim como a linguagem, uma moeda comum pode promover um senso de identidade compartilhada, especialmente à medida que indivíduos experimentem fenômenos monetários de forma conjunta (ANDREWS, 2006; HELLEINER, 2006). Embora difíceis de avaliar empiricamente, essas noções psicológicas podem ser significativas.

5.2.2 Custos

5.2.2.1 *Apreciação cambial*

O status internacional de uma moeda aumenta a demanda por ela, criando pressões de apreciação que podem prejudicar as exportações e criar obstáculos para o crescimento econômico nacional (PRASAD, 2016). Para os consumidores domésticos, apreciação cambial pode representar um benefício, uma vez que o poder de compra é aumentado. Mas, para os produtores, o efeito é claramente negativo, diminuindo a competitividade da indústria manufatureira nacional e ocasionando uma degradação do mercado de trabalho, estagnação de renda e maior desigualdade (CINTRA; MARTINS, 2013). Strange (1971) notou que esses efeitos devem ser mitigados com a prestação de assistência social à mão-de-obra de baixa e média qualificação, cujos empregos acabam deslocados por conta de um aumento das importações. Como posto por Germain (2021):

A valorização da moeda corrói a competitividade das exportações e torna as importações mais atrativas, reforçando o primeiro tipo de déficit. A demanda por uma moeda também pode estimular o setor financeiro, que por sua vez pode atrair recursos, como mão de obra qualificada, e aumentar seu tamanho em relação a outros setores da economia. Uma consequência pode ser um setor financeiro desproporcional que desequilibra a dinâmica de crescimento em toda a economia, contribuindo de alguma forma para o aumento da desigualdade entre a população em geral, à medida que mais riqueza está concentrada no setor financeiro (GERMAIN, 2021, tradução nossa).

A saber, uma parte crítica da economia política de uma moeda internacional é constituída através das instituições e políticas domésticas que o Estado emissor usa para negociar *trade-offs* sociais sustentáveis em torno dos custos envolvidos no fornecimento de liquidez internacional (GERMAIN; SCHWARTZ, 2015).

Ademais, em se tratando do papel internacional de ancoragem, o impacto líquido sobre o poder do Estado emissor também pode ser negativo (COHEN, 2015; PRASAD, 2016). O

valor nominal de uma moeda-âncora não é efetivamente determinado pelo governo emissor, mas pela política monetária dos outros países, que mantêm a liberdade de gerir suas próprias taxas de câmbio. O valor da moeda-âncora simplesmente se ajusta como um residual. O Estado emissor, dessa forma, perde algum grau de autonomia política e o poder para adiar ou desviar ajustes não é facilitado, mas sim dificultado – uma ilustração de como dinâmicas estruturais também operam em desvantagem do líder (COHEN, 2015).

5.2.2.2 *Acúmulo de passivos externos*

Ainda mais importante é a possível restrição que poderia ser imposta à autonomia do Estado emissor por uma acumulação excessiva de passivos externos (COHEN, 2015). Isso é corolário da questão técnica mais importante relacionada à internacionalização: como a moeda será fornecida ao resto do mundo, dado que os estrangeiros devem primeiro adquiri-la para então poderem utilizá-la (CHEY, 2013). Com efeito, uma moeda só poderia ser acumulada substancialmente além-fronteiras através de déficits na balança de pagamentos do Estado emissor (WINECOFF, 2014; PRASAD, 2016).

Vários autores destacam que a moeda deve fluir para o exterior, sobretudo, através de déficits em conta corrente (essencialmente déficits comerciais), permitindo que o resto do mundo adquira ativos financeiros emitidos e denominados na moeda em questão (PRASAD, 2016). Outros analistas argumentam, contudo, que isso não é uma condição necessária, uma vez que uma moeda também pode ser fornecida a estrangeiros através da intermediação da conta de capital. Em outras palavras, tomando emprestado à curto prazo e emprestando à longo prazo (EICHENGREEN, 2005; PRASAD, 2016).

Nada obstante, uma interpretação mais sutil é que a primeira proposição ainda é relevante, mas apenas para a moeda central que ancora o sistema monetário internacional e fornece sua liquidez em última instância (WINECOFF, 2014; PRASAD, 2016). Em outras palavras, o sistema depende de déficits do Estado emissor da moeda superior para evitar uma escassez global de liquidez. Porém, tais déficits, ao ampliarem o passivo externo do emissor, também podem acabar minando a confiança de longo prazo na moeda (COHEN, 2015; PRASAD, 2016). Tal lógica configura um *Dilema de Triffin*¹⁷ reiterado: para prevenir a perda

¹⁷ O *Dilema de Triffin* é um paradoxo proposto na década de 1960 pelo economista Robert Triffin que aponta uma contradição entre a necessidade internacional de liquidez e a confiança na reserva internacional. Referindo-se ao Padrão Ouro-Dólar, Triffin argumentou que se déficits excessivos dos Estados Unidos continuassem, a confiança na convertibilidade em ouro diminuiria e causaria uma corrida ao Dólar. Se déficits parassem, a falta de liquidez

de confiança e uma fuga da moeda, os déficits do Estado emissor teriam que cessar; mas isso significaria um problema de liquidez para a economia mundial. Para evitar um problema da liquidez, os déficits teriam que continuar; mas isso acarretaria o problema de confiança (WINECOFF, 2014; COHEN, 2015; PRASAD, 2016).

A saber, para o Estado emissor da moeda superior, déficits de conta corrente não impõem restrições macroeconômicas da mesma maneira que são impostas a outros, mas o acúmulo de uma dívida externa significativa implica a necessidade de geri-la com cuidado, caso contrário, a perda de confiança na moeda pode levar à instabilidade (CHEY, 2013; WINECOFF, 2014). Em última análise, algumas prioridades domésticas podem ter que ser comprometidas ou sacrificadas para persuadir estrangeiros a manter seus saldos acumulados na moeda (COHEN, 2015).

5.2.2.3 *Responsabilidade internacional*

Finalmente, quanto mais central for a posição de sua moeda, mais o Estado emissor se verá obrigado a assumir responsabilidade pela gestão das estruturas monetárias globais (COHEN, 2015). Fundamentalmente, o sistema monetário internacional precisaria de liderança; um país preparado – consciente ou inconscientemente – para estabelecer padrões de conduta para os outros participantes do sistema, levando à construção de uma rede de relações que são essenciais para gerir crises (KINDLEBERGER, 1986; SOBEL, 2014). Essa é a ideia central por trás da Teoria da Estabilidade Hegemônica, em que o sistema internacional – em termos de política, direito internacional e economia – depende do “hegemon” para desenvolver e fazer cumprir as regras essenciais para o seu funcionamento (KINDLEBERGER, 1986; GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

De muitas maneiras, o fornecimento de uma moeda internacional é um “bem público internacional” e estaria no centro de qualquer ímpeto hegemônico (KINDLEBERGER, 1986; ANGRICK, 2018). Assim, um país que busca internacionalizar sua moeda deve construir e desenvolver seu sistema financeiro para absorver os fluxos internacionais e fornecer liquidez ao resto do mundo, mas isso deve ser parte de um processo maior de gestão acomodativa da balança de pagamentos e mudança econômica estrutural (ANGRIK, 2018).

internacional poderia levar a economia global à uma espiral deflacionária.

Na ocasião de crises generalizadas, o Estado emissor da moeda internacional pode ser conclamado a agir como prestador de última instância e acomodar necessidades ou fragilidades sistêmicas para sustentar e estabilizar a economia global (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019). A política monetária pode ter que ser modificada e créditos subsidiados podem ter que ser fornecidos para resgatar uma economia mundial em crise, em detrimento do que possa ser o interesse doméstico imediato (COHEN, 2015).

Segundo Gourinchas, Rey e Sauzet (2019), os ganhos de senhoriagem auferidos em tempos normais pelo Estado emissor estão associados a transferências líquidas de riqueza para o resto do mundo em tempos de crise global, quando o valor dos ativos seguros do país emissor se valoriza, ao passo que os preços dos ativos de risco no exterior despencam. Essas transferências de riqueza refletem o fornecimento de um “seguro” do Estado emissor para o resto do mundo em tempos de turbulência.

5.3 “PRIVILÉGIO EXORBITANTE”

Contemplando a análise dos benefícios da emissão de uma moeda internacional, podemos verificar de forma inequívoca que a autonomia do Estado emissor é, de fato, reforçada – haja vista que se torna possível financiar déficits externos com a moeda nacional (COHEN, 2019). Restrições tradicionais à balança de pagamentos no modelo de uma “economia aberta” da teoria macroeconômica são flexibilizadas (i.e., em parte, a “trindade impossível” ou “trilema” de Mundell-Fleming não se aplica)¹⁸ e os custos de eventuais ajustes podem ser mais facilmente adiados ou desviados (WINECOFF, 2014; COHEN, 2015).

O poder para adiar é aprimorado, uma vez que, quanto maior é o desejo de estrangeiros de segurar a moeda nacional, maior é a habilidade do Estado emissor de captar recursos e, então, financiar sua dívida pública e seus desequilíbrios externos à baixo custo (CHEY, 2013; HELLEINER, 2013; COHEN, 2015). Mais do que isso, o Estado emissor poderá liquidar suas obrigações externas emitindo moeda nacional, podendo, na prática, desviar custos de ajuste ao exportar inflação para o exterior – o que também significa uma espécie de seguro automático na ocasião de uma crise de liquidez, dispensando-se a necessidade de acumular grandes reservas cambiais (CHEY, 2013; HELLEINER, 2013; WINECOFF, 2014; EICHENGREEN; MEHL;

¹⁸ De acordo com o trilema, os países podem escolher apenas dois entre: mobilidade de capitais; política monetária independente, e; taxa de câmbio estável. Neste caso, a estabilidade cambial será na maior parte irrelevante enquanto a própria moeda nacional for usada para denominar as transações internacionais (WINECOFF, 2014).

CHITU, 2018). Por fim, a redução dos custos de transação e de crédito tornam a economia do Estado emissor como um todo mais resiliente e adaptável às possíveis realocações impostas de recursos (COHEN, 2015, 2019; HE, 2015).

Como corolário da internacionalização e do poder aprimorado para adiar e desviar ajustes, o potencial de influência do Estado emissor também é expandido. Diretamente, o acesso à moeda nacional pode ser manipulado como forma de barganha através de assistências e sanções (KIRSHNER, 1997; COHEN, 2019). Indiretamente, a flexibilização macroeconômica torna mais fácil e barata a consecução de política – tanto doméstica quanto externa (COHEN, 2015; ZIELINSKI, 2016; EICHENGREEN; MEHL; CHITU, 2018).

Além disso, a referida reciprocidade da balança de pagamentos enseja uma influência, também indireta, através do redirecionamento de custos de ajuste para as outras economias políticas, implicando-se a possibilidade de exercer uma “liderança de Stackelberg”¹⁹ – onde ações unilaterais estabelecem uma estrutura de *pay-off* para todos os outros participantes do sistema – mesmo que isso não seja intencional (COHEN, 2015).

Quanto mais tempo o Estado emissor da moeda internacional conseguir adiar um ajuste, maior será a pressão sobre outros países deficitários para arcar com o ônus da transição para um novo equilíbrio – tendo eles que elevar sua captação de divisas internacionalmente aceitas e/ou reduzir seu nível de gastos (METRI, 2003; COHEN, 2019). Ademais, o resto dos países superavitários podem ter seus níveis de produto e de preços influenciados pelo comportamento das autoridades monetárias do Estado emissor da moeda internacional, visto que a variação no nível de gastos autônomos nesse último pode repercutir sobre o comportamento das exportações dos primeiros (HICKS, 1989 apud METRI, 2003).

Por fim, o Estado emissor também pode vir a exercer uma influência mais amplamente definida, alterando inúmeras outras estruturas de incentivo à nível sistêmico e cognitivo – o que Kirshner (1997) descreveu como “armadilhamento” (*entrapment*, em inglês). Todas as três faces do poder parecem estar em ação e de acordo com Cohen (2015) alguns papéis monetários são mais decisivos que outros.

Segundo o autor, são as funções de reserva de valor (i.e., como moeda de investimento e moeda de reserva) que parecem contribuir diretamente para realçar o poder do Estado emissor ao possibilitar a posse de longa duração do dinheiro e, por conseguinte, tornar mais fácil o

¹⁹ O modelo de liderança de Stackelberg é um jogo estratégico introduzido pelo economista Heinrich Freiherr von Stackelberg, em que o líder se move primeiro, fazendo com que os seguidores se movam em sequência.

financiamento, macro e microeconômico, da evasão do ajuste na balança de pagamentos²⁰ (COHEN, 2015, 2019). O papel como moeda-veículo no comércio internacional também pode ser importante, mas de forma indireta, devido ao seu impacto nas preferências por reservas dos bancos centrais (COHEN, 2019). Pare Cohen (2015), quanto mais uma moeda domina em cada uma dessas três funções, maior é, em geral, o valor agregado ao poder relativo do emissor.

Para usar um termo hoje célebre na literatura, cunhado nos anos 1960 pelo então ministro das finanças e, mais tarde, presidente da França, Valéry Giscard d'Estaing, uma moeda usada ostensivamente além das fronteiras nacionais confere um “privilégio exorbitante” que permite ao Estado emissor auferir benefícios os quais vão se tornando paulatinamente análogos àqueles usufruídos sobre a hierarquia doméstica do dinheiro – na proporção em que o uso transfronteiriço possibilita extrair de um número crescente de estrangeiros os mesmos tipos de benesses orçamentárias das quais o Estado goza sobre seus nacionais. Em última instância, essa dinâmica viabilizou a algumas nações realizar esforços hegemônicos e imperiais ao longo da história (SOBEL, 2014). Se a moeda nacional é um pilar do Estado soberano, uma moeda internacional vem a ser um pilar do Estado hegemônico.

O escopo e a escala da internacionalização, portanto, são cruciais. Um dinheiro cujo uso é limitado aos mercados de câmbio ou ao comércio contribui pouco para somar ao poder do Estado que a emite. Do mesmo modo, uma divisa que exerça os mais variados papéis monetários, mas cujo uso é restrito (e.g., à uma região geográfica) também terá seu potencial limitado (COHEN, 2015). A saber por tudo o que já foi tratado até aqui, a extensão do uso transfronteiriço é determinante para a materialização do poder monetário e, tendo isso em vista, a imagem da Pirâmide Monetária é extremamente pertinente.

Com efeito, a perspectiva de realizar o potencial do poder monetário depende de duas condições: o montante do dinheiro em circulação no exterior e, especialmente, a existência de alternativas competitivas à moeda (COHEN, 2015). A primeira variável é importante porque ajuda a moldar o sentimento do mercado através de economias de escala e externalidades de rede. A segunda, porque determina a capacidade do Estado emissor de controlar a oferta de liquidez internacional disponível (COHEN, 2019). O que está em questão, em síntese, é o grau de monopólio exercido nas transações internacionais por dada moeda em relação às outras moedas disponíveis.

²⁰ Ainda segundo Cohen (2019) o papel de reserva da moeda internacional provavelmente aumentará o poder do Estado emissor num nível muito maior do que o papel de investimento, porque a composição dos portfólios dos bancos centrais tende a ser mais altamente concentrada.

Desse modo, como veremos a seguir, a hierarquia monetária deve ser compreendida não apenas através da demanda de mercado ou das capacidades materiais dos Estados, mas também em função de sua organização e estruturas relacionais (WINECOFF, 2014; COHEN, 2015).

6 INÉRCIA MONETÁRIA

Segundo vários analistas, a utilização de moedas internacionais é altamente “dependente de trajetória” e a competição pelo topo da Pirâmide Monetária não é, de modo algum, uma *tabula rasa*. Em outras palavras, a configuração da hierarquia não é independente das formulações prévias do sistema e os agentes normalmente já estão presos a padrões de comportamento previamente estabelecidos (CHEY, 2014; COHEN, 2015; EICHENGREEN, 2015). Segundo McKinnon (2013 apud COHEN, 2015, p. 14, tradução nossa), “há uma tremenda vantagem de jogada inicial da moeda nacional já instalada como dinheiro internacional” e divisas que desejem escalar a pirâmide, portanto, começarão em uma desvantagem competitiva que pode ser difícil de superar.

Dada a natureza de rede do dinheiro, a escolha por uma moeda é interdependente e resultará muito das expectativas alheias. Uma analogia eloquente é a opção por uma língua franca: “um indivíduo escolhe usar uma língua, como escolhe uma moeda, na crença de que é aquela que os outros são mais propensos a usar.” (FRANKEL, 2012, p. 6, tradução nossa).

“Se eu quiser me comunicar com alguém de uma nacionalidade diferente, um ou ambos precisamos investir na aprendizagem de uma segunda língua. Se ela é de um país grande e eu de um pequeno, provavelmente usaremos a linguagem dela; se formos ambos de países pequenos, usaremos ambos uma língua internacional. Se um empresário holandês e um empresário alemão fizerem um acordo, provavelmente conversarão em alemão e cotarão os preços em marcos; se o empresário holandês então lida com um brasileiro, a conversa provavelmente será em inglês e o preço em dólares. KINDLEBERGER (1981 apud KRUGMAN, 1984, p. 272, tradução nossa)

Como evidenciado anteriormente, por si só, quanto maior o número de agentes que utilizam uma moeda, maior é o estímulo para que novos agentes também a utilizem (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Além disso, quanto maior for o volume de transações que podem ser feitas através de uma moeda, menores são os custos de coleta de informações e conversões, o que implica uma convergência para o uso de um número limitado de divisas (i.e., concentração) e um aumento considerável na utilidade dessas²¹ (KRUGMAN, 1984; LIM, 2006; CHEY, 2013).

²¹ Considere um mundo de três países: A , B e C . Eles possuem moedas nacionais: α , β , e γ , respectivamente. Consequentemente, P_{AB} , P_{BC} , P_{CA} são as demandas finais por fluxos cambiais, medidas na mesma unidade (arbitrária); elas são assumidas como bilateralmente balanceadas. Como pagamentos vão ser levados a cabo? Uma possibilidade é que pagamentos serão feitos diretamente, com todos os três pares de moedas sendo ativamente negociados. Mas suponha que A é mais importante em comércio e investimento que os outros dois países, de modo que $P_{AB}, P_{CA} \gg P_{BC}$. Então será mais barato negociar β e γ indiretamente, através do veículo α . É

Uma vez instalada a rede transacional, a troca do padrão pode ser economicamente custosa e comportamentalmente difícil (HELLEINER, 2013). Os agentes econômicos dificilmente incorreriam no custo de adaptar suas práticas financeiras estabelecidas a uma moeda diferente, a menos que possam ter certeza de que os outros também o farão ou a menos que um choque significativo faça-os abandonar a prática constituída (COHEN, 2015; EICHENGREEN; MEHL; CHITU, 2018).

As mesmas externalidades de rede que ampliam as redes transacionais de uma moeda, pois, também dão origem à *inércia* e vantagens de *incumbência* para a moeda internacional dominante (KRUGMAN, 1984).

Uma moeda desafiante, portanto, não deve apenas igualar as qualidades de uma moeda estabelecida, mas, de alguma forma, oferecer vantagens suplementares suficientes para persuadir os agentes a assumir o risco da transição (EICHENGREEN, 2005; CHEY, 2014; COHEN, 2015). Logo, ao mesmo tempo que promovem o uso de uma primeira moeda, as externalidades de rede podem atrasar indefinidamente a ascensão de outras – a menos que um choque significativo faça com que os agentes abandonem a prática estabelecida e coordenem uma mudança para um novo equilíbrio (COHEN, 2015; EICHENGREEN; MEHL; CHITU, 2018).

A análise de rede oferece ferramentas teóricas importantes para uma compreensão mais profunda da organização estrutural da economia global e das relações internacionais, pois, para além das considerações econômicas e políticas, existem as forças intrínsecas ao arranjo *per se* de um sistema em rede.

A análise de rede concentra-se não nos atributos específicos dos atores individuais, mas sim nas formas como diversos atores se relacionam uns com o outros. As interações em uma determinada área ocorrem dentro de uma estrutura chamada *rede*, definida como “um conjunto de unidades” e uma regra “que define como e até que ponto duas unidades estão ligadas entre si.” As unidades individuais são chamadas de *nós*; as conexões entre eles são conhecidas como *laços*, *ligações* ou *caminhos*. As ligações entre os nós criam um padrão persistente de relações – uma rede – que, por sua vez, serve para restringir ou habilitar atores. As capacidades de qualquer nó particular derivam não de suas propriedades materiais, mas sim da natureza de suas ligações com outros nós, que definem sua posição dentro da rede (COHEN, 2015, p. 36, tradução e ênfase nossas).

Nessa abordagem, o fator crucial é a centralidade – o quanto os outros dependem de um nó específico para manter a estrutura das relações. Quanto mais ligações passarem por um

importante notar que a canalização das transações entre *B* e *C* através da moeda de *A* incha o mercado de *a*, reforçando sua vantagem (KRUGMAN, 1984, p. 266-267, tradução nossa).

nó e quanto maior for a assimetria desses laços, maior é sua centralidade (aqui convertida em uma medida de *dependência*). *Ceteris paribus*, quanto mais central é a posição de um nó, maior é o seu poder relativo – tanto autonomia quanto influência sobre a rede são aprimoradas (COHEN, 2015; KHANNA; WINECOFF, 2020).

Em se tratando da dinâmica monetária internacional, quanto maior for a utilização de uma moeda, maior tenderá a ser o número e força das ligações que a atravessam e maior tenderá a ser a dependência do sistema em relação a ela (COHEN, 2015; WINECOFF, 2014). O argumento que se segue é que, a partir do momento em que uma moeda adquire posição proeminente e a economia mundial se desenvolve sob uma estrutura organizacional particular, externalidades de rede e mecanismos de retroalimentação impactam profundamente o conjunto resultante de relações, reforçando ainda mais a posição da moeda (CHEY, 2014; WINECOFF, 2014). Os processos dinâmicos endógenos às estruturas hierárquicas da rede são forças consideráveis, capazes de manter os nós centrais no núcleo das redes por longos períodos (KHANNA; WINECOFF, 2020).

À medida que as redes do dinheiro crescem, elas se tornam mais densamente conectadas por meio de teias de relações complexas que transcendem os limites do Estado; as ligações se aprofundam e se espessam à medida que o sistema financeiro se desenvolve e à medida que o comércio e o investimento globais se adaptam a essa estrutura (SOBEL, 2014; WINECOFF, 2014). O poder no sistema se acumula sobre a divisa em voga – talvez agora melhor rotulada como *moeda central* ou *moeda-chave* – ao passo que o resto da economia global se organiza com ela em seu núcleo; criam-se ímpetus de convergência, incumbência e inércia, como tratado previamente (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; HELLEINER, 2013; WINECOFF, 2014; COHEN, 2015).

A dinâmica subjacente à aceitação de uma moeda internacional, portanto, não apenas cria uma hierarquia monetária, como também é resultado dela. “A demanda dos agentes internacionais pelas distintas moedas não é *ad hoc* ou [somente] fruto de preferências subjetivas, mas condicionada pelas características já instituídas do sistema monetário internacional.” (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 56, interpolação nossa). À medida que esse sistema em rede se aprofunda e internaliza preferências, o conjunto de relações resultantes condiciona fluxos, afeta interesses e gera subseqüentes externalidades positivas e negativas (SOBEL, 2014; WINECOFF, 2014; KHANNA; WINECOFF, 2020).

O benefício da emissão de uma moeda nesses termos, portanto, vai muito além da senhoriagem; ele inclui uma enorme influência sobre os padrões de interdependência na economia mundial – condicionando, segundo muitos autores, uma política distributiva

assimétrica entre “centro” e “periferia” semelhante ao proposto pela Teoria dos Sistemas-Mundo (CINTRA; MARTINS, 2013; DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; WINECOFF, 2014). Essa assimetria impõe o que Angrick (2018) chama de “restrição de sobrevivência” sobre os países não-centrais, que os obriga a condicionar suas estratégias de desenvolvimento e gerar entradas líquidas de moeda do centro para financiar seus compromissos de pagamento. Já o Estado emissor de uma moeda-chave, estando no núcleo das transações internacionais, pode, na verdade, influenciar a estrutura organizacional da economia global de acordo com suas necessidades domésticas, reforçando a própria centralidade no sistema (WINECOFF, 2014).

Em última instância, vale lembrar, o acúmulo desses desequilíbrios e assimetrias emergem de uma falha de design institucional: a falta de um mecanismo de ajustamento eficiente, ocasionado pelo uso de uma solução *nacional* para responder a um problema *global* de liquidez, por sua vez oriundo da realidade anárquica das relações internacionais e da ausência de uma moeda mundial²² (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

Tomemos agora o exemplo inescapável do Dólar.

²² Keynes observou à época das negociações de Bretton Woods que, nesse sistema, o país no centro do sistema monetário internacional enfrenta pouca restrição externa dada sua capacidade de emitir a moeda de reserva e financiar seus déficits indefinidamente. Além disso países superavitários enfrentam pouca ou nenhuma pressão para reduzir seus balanços externos (i.e., podem optar por transformar seu comércio excedente numa persistente acumulação de reservas) (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019).

7 HEGEMONIA DO DÓLAR

Embora a proeminência do Dólar durante a primeira geração pós-Segunda Guerra Mundial tenha sido institucionalizada através dos acordos de Bretton Woods, a abordagem da análise de rede sugere que o design institucional pode ter sido menos importante do que a própria estrutura organizacional da economia mundial e seus processos de rede dinâmicos²³ (OATLEY, 2014). Segundo Winecoff (2014, p. 96-97, tradução nossa), “a necessidade de liquidez na Europa e na Ásia do pós-guerra teria dado ao Dólar uma posição proeminente, independentemente de as taxas de câmbio serem fixadas.”

No imediato pós-guerra, a moeda estadunidense se beneficiava de múltiplos pontos fortes, entre os quais estavam amplas redes transacionais no comércio, o nível avançado de desenvolvimento financeiro, eficiência institucional, um alcance militar insuperável e uma ampla gama de laços políticos – tudo em um momento em que nenhum outro dinheiro, sobretudo a Libra, foi capaz de fazê-lo (OATLEY, 2014; WINECOFF, 2014; EICHENGREEN; MEHL; CHITU, 2018). Desde então, o Dólar tem sido usado por mais indivíduos, empresas e governos para mais propósitos do que qualquer outra moeda (OATLEY, 2014; COHEN, 2015; PRASAD, 2016).

O Dólar é a unidade monetária em que *commodities* – do alumínio ao zinco – são precificadas na maioria das bolsas do mundo. O Dólar é a moeda mais usada para liquidar transações internacionais, mesmo quando um residente americano não é uma das partes. Quase metade dos governos do mundo atrelam suas moedas ao Dólar, todos os governos acumulam dólares como reservas cambiais e a maioria detém em média mais da metade de suas reservas em Dólar. [...] A economia mundial se assenta neste padrão há quase 70 anos (OATLEY, 2014, p. 54, tradução e supressão nossa).

Em contrapartida, isso tornou déficits um “conceito insignificante” para os Estados Unidos – como colocado pelo próprio Secretário do Tesouro americano na administração Bush, Paul O’Neill – que puderam então sustentar um déficit duplo (i.e., corrente e fiscal), que persiste desde os anos 1970, ao expropriar riquezas do resto do mundo de duas maneiras relacionadas (OATLEY, 2014; COHEN, 2015; HE, 2015).

Em primeiro lugar, estrangeiros tiveram de oferecer posses, bens e serviços reais no valor nominal do montante de cédulas e moedas de Dólar em circulação fora dos Estados

²³ Na verdade, os elementos-chave do arranjo de Bretton Woods foram apenas parcialmente existentes durante a maior parte de sua duração. A conversibilidade total de moeda, por exemplo, não foi estabelecida até 1959 e durou apenas até 1971 (OATLEY, 2014).

Unidos. Eichengreen (2011) estima esse valor em pelo menos USD 500 bilhões. Em segundo lugar, os Estados Unidos como um todo conseguem obter retornos mais altos sobre seus ativos e investimentos externos do que paga sobre seus passivos por conta de uma acumulação “automática” e “semivoluntária” pelo resto do mundo dos papéis do tesouro americano que, como ativo de reserva efetivo do sistema monetário internacional desde o fim do padrão-ouro, têm alta demanda e, conseqüentemente, baixo retorno (GOURINCHAS; REY, 2007; PAPAIOANNOU; PORTES, 2008; HELLEINER, 2016). Em outras palavras, os estrangeiros se vêem apoiando continuamente o padrão de vida americano, “permitindo que os Estados Unidos importem mais do que exportam e consumam mais do que produzem ano após ano.” (HE, 2015, p. 53, tradução nossa). Além disso, uma vez que o débito dos Estados Unidos é denominado em dólares, e, por sua vez, são eles que determinam suas taxas de juros, esse país efetivamente determina os custos de sua própria dívida. (SERRANO, 2003).

A vantagem de emitir a moeda de reserva tem um efeito de *spill over* para outras esferas, como os grandes montantes de dívida privada emitida em dólares nos mercados internacionais e a grande fatia do comércio internacional faturado em dólares, que agem para estabilizar os termos de troca dos Estados Unidos²⁴ (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019). Sobretudo, a posição possibilitou a extensão de crédito barato aos cidadãos, empresas e governo dos Estados Unidos (CINTRA; MARTINS, 2013; OATLEY, 2014) Desta forma, o país efetivamente importa valor de produção, subsidia suas taxas de juros, apoia ainda mais seu sistema financeiro e evade restrições à sua balança de pagamentos com facilidade (CHEY, 2014; COHEN, 2015; DONGMIN, 2015; HE, 2015).

Domesticamente, a primazia do Dólar isola a economia política americana de muitas pressões externas, particularmente no que diz respeito à gestão fiscal e às restrições do “trilema” macroeconômico (WINECOFF, 2014). Os Estados Unidos podem se incorporar à economia global e desfrutar da estabilidade do preço da moeda sem sacrificar a soberania nacional ou sua capacidade de responder às demandas políticas internas dos cidadãos (KHANNA; WINECOFF, 2020). A elite política americana pode implantar políticas expansionistas e reagir proativamente a eventuais crises sem as restrições orçamentárias, disciplina fiscal, volatilidade na taxa de câmbio e políticas macroeconômicas austeras adotadas por outros países para

²⁴ Por exemplo, um fundo de pensão americano pode decidir investir em títulos denominados em Dólar emitidos por uma grande empresa manufatureira sediada na França. Nesse caso, o investidor tem acesso a um mercado externo sem, no entanto, assumir o risco cambial, pois os juros são pagos em dólares (SUBBACHI, 2017, p. 89, tradução nossa).

estabilizar suas economias (EICHENGREEN, 2004; KHANNA; WINECOFF, 2020) Este é um privilégio extraordinário, de fato, e que nenhuma outra economia compartilha.

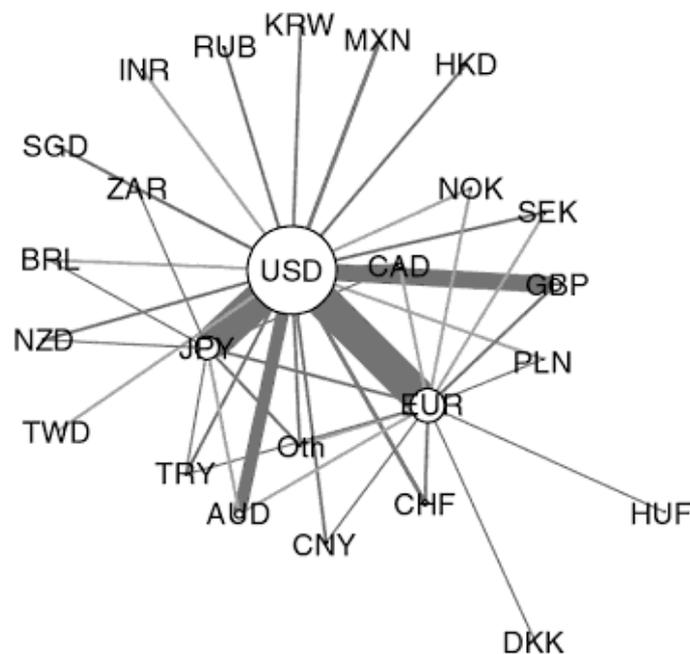
Tal flexibilidade forneceu o pré-requisito necessário para a consecução de projetos geopolíticos hegemônicos, permitindo ao governo dos Estados Unidos conduzir, entre outras coisas, a Guerra ao Terror e a invasão do Iraque, sem fazer um *crowding out* de outras atividades de investimento na economia doméstica estadunidense (CINTRA; MARTINS, 2013; OATLEY, 2014; VIOTTI, 2014; ZIELISNKI, 2016). Incentivos financeiros puderam ser oferecidos, sanções dispendiosas puderam ser impostas, a proteção militar pôde ser prometida e usada sem a preocupação com o risco de uma crise de pagamentos (COHEN, 2015; ZIELISNKI, 2016). Como posto por Cohen (2019):

Washington tem sido capaz de lutar em guerras, apoiar investimentos no exterior e estender ajuda externa a amigos e aliados, aparentemente sem se preocupar com quaisquer desequilíbrios de pagamentos que possam resultar. As forças armadas dos Estados Unidos podem manter mais de 900 bases ou instalações em cerca de 130 países, e o Pentágono pode gastar quase tanto quanto o resto do mundo combinado para projetar a influência americana em todo o mundo. Nada disso seria possível sem a popularidade duradoura do Dólar como reserva de valor. Para os Estados Unidos, financiamento externo está disponível quando necessário. *O ajuste foi adiado perpetuamente.* [...] Em suma, ser capaz de gastar grandes somas sem as mesmas restrições que outros enfrentam certamente facilitou a tomada e implementação no exterior das decisões e ações dos Estados Unidos ao longo de cerca de sete décadas desde a Segunda Guerra Mundial (COHEN, 2019, p. 102, tradução, supressão e ênfase nossas).

Indo além, uma vez que grande parte da economia mundial se estruturou com o Dólar em seu núcleo – visualizável pelo Diagrama 4 através do volume de negociações entre pares de moedas no mercado de câmbio – as preferências estadunidenses sobre a organização da economia global são determinantes (CINTRA; MARTINS, 2013). As entidades públicas e privadas nos Estados Unidos passaram a exercer controle substancial sobre a oferta global de crédito, concedendo-lhes poder sobre negociações internacionais e influência sobre os fluxos transfronteiriços de bens, serviços e capitais (STRANGE, 1988 apud WINECOFF, 2014).

Os Estados Unidos usaram seu controle do sistema financeiro global centrado no Dólar para pressionar suas políticas regulatórias e de avaliação de crédito preferenciais sobre economias estrangeiras e para acumular lucros substanciais por meio do controle de estruturas corporativas e direitos de propriedade intelectual (KHANNA; WINECOFF, 2020). No mesmo sentido, estando no cerne de toda discussão sistêmica, os Estados Unidos puderam suprimir da agenda propostas que degradassem o status internacional do Dólar (OATLEY, 2014).

Diagrama 4 – Centralidade do Dólar no mercado de câmbio (2013)



Fonte: Winecoff (2014, p. 111)

Em virtude da dependência global de sua moeda para pagamentos internacionais, os Estados Unidos podem disponibilizar dólares como forma de recompensa ou negar acesso a ele como forma de pressão (COHEN, 2019; MCDOWELL, 2020). Segundo Marques (2021):

Por muito tempo, os Estados Unidos adotaram muitas formas de geopolítica econômica para colocar pressão sobre países estrangeiros. Além dos *sticks* tradicionais, ou seja, embargos comerciais, suspensão de assistência, tributação punitiva e as conhecidas *carrots* ou seja, subsídios, tarifas preferenciais e garantia de investimentos, desde o início do século XXI, os Estados Unidos também incluíram sanções financeiras em seu kit de ferramentas de política (MARQUES, 2021, p. , tradução nossa).

O uso extensivo do Dólar acaba até mesmo por conferir “extraterritorialidade” às instituições jurídicas dos Estados Unidos, que então obtêm meios para impor a observância de suas leis a indivíduos, empresas e governos estrangeiros – mesmo que não se encontrem em seu território – punindo-os através da expulsão de redes de pagamento, do congelamento e confisco de depósitos e ativos ou mesmo ameaçando retaliar os intermediários domésticos e forâneos que ousem conduzir suas transações (ARMIJO; TIRONE; CHEY, 2020).

Em última análise, a influência estrutural dos Estados Unidos envolve um poder monetário incomparável para evadir custos de ajuste da balança de pagamentos e, na prática, determinar quem se ajustará a desequilíbrios macroeconômicos por conta do impacto global

assimétrico das ações da Reserva Federal – uma característica importante do poder geopolítico americano (WINECOFF, 2014; EICHENGREEN; MEHL; CHITU, 2018).

A saber, a política monetária estadunidense se correlaciona fortemente com eventos financeiros súbitos em todo o mundo (WINECOFF, 2014). Historicamente, quando desequilíbrios se acumularam, os Estados Unidos puderam estender seu privilégio para forçar outras nações ao ajuste em vez de sofrer um íterim de austeridade interna (COHEN, 2015). Segundo Winecoff (2014), exemplos incluiriam desvios de ajuste para a Alemanha e o Japão na década de 1970 (via depreciação da taxa de câmbio); para a América Latina nas décadas de 1980 e 1990 (via crise das dívidas soberanas) e para a América Latina, Leste Europeu e Ásia na década de 1990 (via colapso das âncoras cambiais).

Por sua vez, quando a crise financeira do final dos anos 2000 eclodiu, os Estados Unidos puderam usar a posição do Dólar para evitar custos de ajuste, exportando inflação e gerando instabilidade em outros países (HELLEINER, 2013; OATLEY, 2014). Várias rodadas de *quantitative easing* (QE),²⁵ destinadas a acalmar o pânico financeiro e estimular a economia dos Estados Unidos, acabaram, concomitantemente, por aumentar a volatilidade global dos preços das commodities e seus efeitos foram desestabilizadores em muitas partes da economia mundial (WINECOFF, 2014).

Finalmente, o poder estrutural dos Estados Unidos também é impulsionado pelo fato de que a dependência do Dólar encoraja os estrangeiros a identificarem seus interesses com os dos Estados Unidos, refletidos na sua rede extensiva de empresas, negócios, mídia, ideias e padrões presentes em todo o mundo (HELLEINER, 2017).

Todas as três faces do poder, portanto, se manifestam. Enquanto outros países podem ser capazes de levar a cabo formas parciais das ações tratadas no presente capítulo, nenhum é capaz de realizá-las simultaneamente, na mesma medida. Essa é a essência da ordem centrada nos Estados Unidos e decorre, fundamentalmente, da superioridade monetária e centralidade do Dólar (KHANNA; WINECOFF, 2020).

Entretanto, ocupar uma posição central no sistema monetário internacional não apenas confere grandes privilégios, como também implica custos e riscos (HELLEINER, 2013, 2016). Os Estados Unidos precisam gerir cuidadosamente a liquidez internacional de forma a proporcionar, tanto o crescimento da economia mundial, quanto a estabilidade doméstica,

²⁵ *Quantitative easing* é uma política monetária não convencional em que o banco central adquire títulos do governo ou outros títulos do mercado, a fim de reduzir taxas de juros para aumentar a liquidez e promover crédito.

garantindo, assim, a sustentabilidade do sistema como um todo (COHEN, 2015). Ao fim e ao cabo, emitir uma moeda internacional pode fornecer mecanismos para forçar outras economias políticas ao ajuste, porém, uma falha no gerenciamento adequado do sistema pode culminar em deslegitimação e crise generalizada (WINECOFF, 2014),

Sob a atual organização do sistema, os países periféricos precisam adquirir dólares para obter liquidez internacional e atingir objetivos diversos (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019). Nesse âmbito, existem duas alternativas para os Estados Unidos: reciclar quantidades maciças de investimento estrangeiro no setor financeiro doméstico ou, então, limitar a oferta global de liquidez (OATLEY, 2014; WINECOFF, 2014; HE, 2015). A primeira dessas escolhas deixa os Estados Unidos suscetíveis a um eventual episódio de mal investimento e alavancagem que pode levar a uma crise financeira ou, no mínimo, alterar a distribuição de renda local de forma a promover a desigualdade (KRIPPNER, 2011). A segunda provavelmente provocará uma crise em algum outro lugar da economia global (WINECOFF, 2014).

8 CONCLUSÃO

A ideia principal concebida pela análise feita neste trabalho é que, de fato, moeda e poder são mutuamente endógenos. A moeda é consequência e causa do poder do Estado. O poder estatal impulsiona a internacionalização da moeda; a internacionalização da moeda impulsiona o poder estatal. A relação de causalidade funciona em ambas as direções e, portanto, argumenta-se, em determinado ponto o uso transfronteiriço de uma moeda nacional pode desencadear um ciclo virtuoso – impactando profundamente a distribuição de riqueza e influência no mundo (COHEN, 2015).

Em um primeiro momento, capacidades fundamentais promovem a internacionalização do dinheiro através dos vários fatores descritos como determinantes no Capítulo 3 (i.e., conversibilidade, amplitude transacional, desenvolvimento financeiro, estabilidade macroeconômica, eficiência institucional, segurança nacional e afinidade política; além das tentativas de “fabricar” a internacionalização). Simultaneamente, enquanto a moeda ganha tração e sobe a hierarquia monetária tratada no Capítulo 4, o uso transfronteiriço confere os diversos benefícios apresentados no Capítulo 5 ao Estado emissor (i.e., redução de custos de transação, senhoriagem internacional, flexibilidade macroeconômica, alavancagem geopolítica e prestígio). A autonomia do Estado se fortalece à medida que esses benefícios aumentam a capacidade de evadir o ajuste na balança de pagamentos nacional – seja “adiando” ou “desviando” o ônus para outros. Além disso, o uso internacional da moeda nacional realça as próprias capacidades materiais do Estado emissor que determinam a atratividade da moeda em primeiro lugar; retroalimentando, assim, a internacionalização. Uma vez adquirida uma posição de proeminência, a moeda internacional é, então, sustentada e reforçada por dinâmicas de rede complexas que dão origem a vantagens de incumbência e inércia, como notado no Capítulo 6. Através das três faces do poder, a influência do Estado emissor sobre as relações internacionais é potencializada. Consequencialmente, o poder do Estado pode vir a se tornar hegemônico e, finalmente, uma hegemonia monetária é capaz de internalizar os benefícios de um uso generalizado do dinheiro, enquanto as externalidades de rede criam motivos convincentes para usuários perpetuarem o domínio monetário, como exemplificado pela experiência do Dólar no Capítulo 7.

Entretanto, ao passo que os privilégios se acumulam, também se acumulam os custos e riscos. Não é irrazoável assumir que, mais cedo ou mais tarde, um ponto de inflexão pode ser alcançado no ciclo virtuoso da internacionalização (COHEN, 2015). Em termos práticos, o ganho de flexibilidade macroeconômica poderia ser suplantado pela restrição externa no

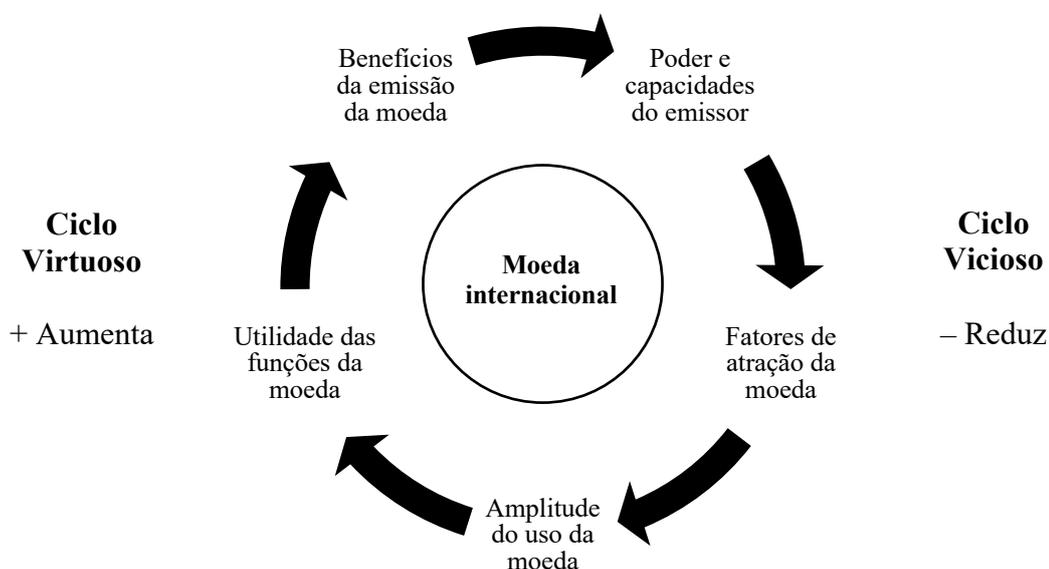
momento em que estrangeiros perdessem confiança e lentamente começassem a abandonar a moeda, limitando a capacidade de empréstimo que é a base do poder monetário (COHEN, 2015). A maior dificuldade de financiamento levaria a problemas na sustentação das próprias capacidades que tornam a moeda atraente em primeiro lugar (e.g., uma redução de gastos militares, uma quebra de laços políticos, um maior estorvo macroeconômico e institucional, etc.) e, uma vez que os fundamentos da popularidade começam a corroer, os estrangeiros têm novos incentivos para buscar uma moeda alternativa – um ciclo vicioso é instalado (COHEN, 2015). Concomitantemente, não só a moeda perderá seus benefícios, como terá que incorrer em custos adicionais associados à gestão de um dinheiro em declínio – efetivamente convertendo-se em uma moeda negociada (KIRSHNER, 2008; HELLEINER, 2013).

A Libra oferece um exemplo óbvio. Depois de um longo domínio como moeda superior, a moeda britânica sofreu com um prolongado e doloroso declínio – o que acabou apagando qualquer vantagem hegemônica da Grã-Bretanha (STRANGE, 1971; SUBRAMANIAN, 2011). Da Guerra da Criméia até os primeiros anos da Primeira Guerra Mundial, a aceitação generalizada da Libra permitiu à Londres financiar com sucesso intervenções no exterior, proporcionando uma vantagem distinta sobre seus adversários (ZIELINSKI, 2016). Mas com o declínio gradual da Libra nos anos entreguerras, essa vantagem desapareceu, forçando a Grã-Bretanha a confiar em empréstimos dos Estados Unidos para sustentar seu papel militar durante a Segunda Guerra Mundial (COHEN, 2015). Em 1956, quando a Grã-Bretanha tentou, sem sucesso, tomar o controle do Canal de Suez no Egito, ficou claro que qualquer vantagem residual da Libra – assim como qualquer ímpeto hegemônico britânico – já havia se transformado em desvantagem devido à pressão de um excesso de dívidas externas (EICHENGREEN, 2005; SUBRAMANIAN, 2011).

Assim sendo, dinheiros internacionais parecem exibir um ciclo de vida característico, ilustrado no Diagrama 5, consistindo de uma sucessão de dois processos que se retroalimentam: primeiro um ciclo virtuoso no qual as capacidades do Estado promovem a internacionalização e a internacionalização promove o poder do Estado e, derradeiramente, um ciclo vicioso no qual o inverso é verdadeiro; o declínio geopolítico rouba a atração da moeda que, por sua vez, corrói ainda mais as capacidades econômicas e políticas do Estado (COHEN, 2015).

A inversão do ciclo pode depender de dois fatores principais: de um lado está o que Gallarotti (2011 apud COHEN, 2015) chamou de “maldição do poder” – uma acomodação que pode levar o Estado emissor da moeda superior a desperdiçar capacidades ou subestimar suas vulnerabilidades e; por outro lado, está a disponibilidade ou não de moedas alternativas suficientemente atraentes (COHEN, 2015, 2019).

Diagrama 5 – Ciclos retroalimentáveis de uma moeda internacional



Fonte: Elaborado pelo autor.

No caso do Dólar, os analistas ressaltam, sobretudo, como a disponibilidade de financiamento barato incentivou os Estados Unidos a viverem, por muito tempo, além de seus próprios meios, criando uma dependência da capacidade de evadir o ajuste de seus desequilíbrios (COHEN, 2015). À luz do Dilema de Triffin, a questão crucial é até que ponto passivos podem ser acumulados num sistema fiduciário sem minar a confiança na moeda. Como a demanda por liquidez internacional em Dólar continua crescendo, ao passo que o tamanho relativo dos Estados Unidos na economia mundial continua a encolher, uma inversão de confiança é uma ameaça constante (GOURINCHAS; REY; SAUZET, 2019). Mesmo se a Reserva Federal não sucumbir às tentações ou pressões para inflar o pagamento da dívida dos Estados Unidos, os déficits fiscal e comercial sempre são uma possível fonte de pressão sobre a reputação do Dólar (FRANKEL, 2012).

Mais do que isso, os prolongados déficits têm levado a uma perda de competitividade nas exportações americanas, ao passo que os ganhos microeconômicos do uso internacional do Dólar facilitam o deslocamento fabril das grandes corporações americanas para regiões do mundo com menor custo de mão-de-obra – levando a uma consequencial degradação do mercado de trabalho estadunidense (CINTRA; MARTINS, 2013).

Isso torna a política dos Estados Unidos suscetível a mudanças abruptas quando cidadãos deslocados e marginalizados pelos efeitos do uso da moeda nacional como reserva sistêmica tornam-se politicamente mobilizados e receosos do status quo – sobretudo por

movimentos nacionalistas – acarretando instabilidade global (HELLEINER, 2013; CHEY, 2014; GERMAIN, 2021). Isso teria estreita relação com o que Strange (1988) chamou de “síndrome da moeda superior” ao indicar possíveis reações adversas quando as elites políticas se tornam cada vez mais focadas na manutenção de um sistema financeiro global às custas das reivindicações domésticas de grupos desfavorecidos (HELLEINER, 2017; GERMAIN, 2021).

Elucidativo desse ponto foi a administração Trump que, capitalizando sobre tais grupos, acabou atacando inadvertidamente muitos componentes que sustentam a posição internacional do Dólar e, de forma mais ampla, a estabilidade da própria ordem mundial liderada pelos Estados Unidos – engajando-se em guerras comerciais, endurecendo restrições ao investimento estrangeiro, enfraquecendo alianças políticas e militares estratégicas, entre outros (WANG, 2020; MARQUES, 2021). Mais significativo ainda foi o uso agressivo de sanções financeiras – não apenas contra adversários, como Venezuela e Irã, mas indiretamente também contra amigos e aliados – que acabaram por aumentar os custos de transação para utilização do Dólar e fazer com que os prejudicados buscassem de forma mais ativa alternativas a moeda americana (COHEN, 2020; MCDOWELL, 2020). Como colocado por Norloff (2020):

Aqui está um paradoxo da política financeira para a diplomacia do Dólar. Em última análise, o status da moeda depende do uso da moeda. Quando o governo dos Estados Unidos torna mais difícil e menos desejável para os [outros] Estados usarem o Dólar, eles estão efetivamente diminuindo a posição do Dólar na hierarquia geral de moedas (NORRLOF, 2020, p. 131, tradução e interpolação nossa).

Nessa circunstância, caso alguma outra moeda apareça como opção crível, qualquer aumento de custos ou perda pontual de reputação no Dólar pode reverter seu ciclo virtuoso; engatilhando, dessa vez, um processo vicioso.

Como mencionado anteriormente, durante a hegemonia do Dólar, as principais alternativas a surgir frente a moeda estadunidense foram o Marco alemão, o Iene japonês e o Euro europeu (COHEN, 2015). Nenhum deles, entretanto, foi capaz de reunir o pacote completo de fatores de atração de uma moeda, sobretudo porque, "embora [existissem] alternativas monetárias viáveis para o Dólar, não [houveram] alternativas para o guarda-chuva de segurança militar dos Estados Unidos." (MOMANI, 2008, p. 309, tradução e interpolação nossa).

Hoje, contudo, emerge uma alternativa cujo relacionamento geopolítico com os Estados Unidos é muito mais intenso e cujo arranjo político é muito mais assertivo. A China, ao contrário de Alemanha e Japão (nas décadas de 1970 e 1980) e da União Europeia (nas décadas de 2000 e 2010), é uma potência geopolítica independente e, diferentemente da União Soviética (antes da década de 1990), rivaliza com os Estados Unidos não só militarmente, mas

também economicamente (IKENBERRY, 2008; KROEBER, 2011). A China já é a nação comercial mais importante e, em breve, será a maior economia do mundo, ao passo que a internacionalização do Renminbi se tornou “um processo, bem como um estado e um objetivo da política chinesa.” (EICHENGREEN, 2015, p. 85, tradução nossa).

A potencial ascensão do Reminbi é subscrita pelo tamanho da economia da China e seu comércio com o resto do mundo, um bom histórico de controle inflacionário – mesmo num quadro de crescimento econômico acelerado que já dura quarenta anos – além de um poderio militar crescente (FRANKEL, 2012; HE, 2015; PRASAD, 2016). Ademais, a China tem cultivado laços políticos e investimentos em várias partes do mundo, criando relações do tipo credor-devedor que podem condicionar o uso transfronteiriço futuro da moeda chinesa (OLIVA, 2015).

Entretanto, ainda existe um grande abismo entre a China e os Estados Unidos no que diz respeito à disponibilidade de ativos financeiros, seguros e líquidos, muito por conta de um sistema financeiro chinês ainda extremamente regulado e subdesenvolvido face à profundidade e liquidez dos mercados de capitais estadunidenses (PRASAD, 2016). Para alcançar um status semelhante aos Estados Unidos, o governo chinês precisa empreender uma ampla gama de reformas liberalizantes no sistema econômico e financeiro doméstico, o que certamente tende a esbarrar em contradições com o modelo político autoritário de Pequim (LOMBARDI; WANG, 2015).

Nada obstante, mesmo que a elite política chinesa consiga realizar as referidas reformas e uma transição bem-sucedida de uma economia baseada em exportação para uma baseada em consumo – necessária para criar o canal de fornecimento de liquidez para o mundo – a China enfrenta uma ordem incumbente que é particularmente resistente e em muitos sentidos diferente daquelas em que as potências em ascensão enfrentaram no passado – ela é mais abrangente e capilarizada (IKENBERRY, 2008; SUBBACHI, 2017). A ordem mundial atual é caracterizada por densas redes de relações e por um enorme grau de interdependência entres Estados e atores não-estatais, cujo comportamento não pode ser compreendido sem o contexto estrutural dentro do qual operam e que constituem a base de uma sociedade internacional mesmo sob a condição anárquica (IKENBERRY, 2008; KHANNA; WINECOFF, 2020).

A própria inserção internacional da economia chinesa ocorreu na órbita da ordem liderada pelos Estados Unidos – fruto do processo de globalização produtiva e financeira regida pelo padrão fiduciário do Dólar (CINTRA; MARTINS, 2013; SUBACCHI, 2017). O modo de industrialização orientado para a exportação adotado pela China na verdade reforçou a

centralidade do Dólar no sistema monetário internacional através da acumulação sem precedentes de reservas em moeda americana, o que em certa medida gerou os enormes desequilíbrios macroeconômicos que levaram à grande crise financeira do final da década de 2000 (DREZNER; MCNAMARA, 2013; HELLEINER, 2013; WINECOFF, 2014; DONGMIN, 2015).

Desde então, houve uma expectativa de que o Dólar perdesse proeminência e o sistema monetário se tornasse cada vez mais descentralizado (EICHENGREEN, 2011; SUBRAMANIAN, 2011). Isso não ocorreu, apesar das mudanças significativas na economia mundial, reforçando o argumento de que processos estruturais – distintos da qualidade intrínseca do Dólar – são características determinantes do sistema monetário (OATLEY, 2014). Dado o apego preferencial dos agentes, os mecanismos de *feedback* positivos, as externalidades e os outros processos dinâmicos de rede que dão origem à inércia monetária, uma mudança significativa no sistema monetário internacional tenderá a ser extremamente difícil e custosa para quase todos os envolvidos (SUBBACHI, 2017; ARMIJO; TIRONE; CHEY, 2020).

Uma transição de ordem mundial de fato ocorreu na primeira metade do século XX, mas ela só se concluiu após o desfecho dos dois maiores conflitos armados da história humana e a maior depressão econômica já registrada, fragmentando a rede de relações econômicas e políticas estabelecidas *ex ante* e possibilitando a reconstrução *ex post* das redes globais em torno de um novo núcleo (WINECOFF, 2014). A revolução nuclear, contudo, tornou improvável a guerra entre grandes potências – eliminando a principal ferramenta usada por potências emergentes para derrubar sistemas internacionais defendidos por Estados hegemônicos em declínio (IKENBERRY, 2008).

Haja vista que a elite política chinesa tem se mostrado cada vez mais assertiva e revisionista da ordem mundial atual, uma transição de ordem hegemônica de Estados Unidos para China requererá, uma mudança complexa nas redes de relacionamentos globais, que passa pela reconfiguração do sistema monetário (COOLEY; NEXON, 2020; KHANNA; WINECOFF, 2020). Embora esses sejam arranjos multidimensionais enrijecidos e reforçados pelos mecanismos endógenos de uma estrutura em rede, vale lembrar, como consideração final, que ao fim e ao cabo redes são sistemas sociais. Elas podem permanecer estáveis por longos períodos, mas mudanças graduais nas percepções subjetivas e crenças coletivas desempenham um papel crucial na sua moldagem. A moeda, como primeira e última análise, baseia-se nessa qualidade efêmera: ela é fruto de uma percepção social.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, Michel. **La fin des devises-clés: Essai sur la monnaie internationale**. Paris: La Découverte, 1986.

ANDREWS, David M. Capital mobility and state autonomy: Toward a structural theory of international monetary relations. **International Studies Quarterly**, v. 38, n. 2, p. 193-218, 1994.

_____. Monetary power and monetary statecraft. In: ANDREWS, David M. (Ed.). **International monetary power**. Ithaca: Cornell University Press, 2006, p. 7-28.

ANGRICK, Stefan. Structural conditions for currency internationalization: international finance and the survival constraint. **Review of International Political Economy**, v. 25, n. 5, p. 699-725, 2018.

ARMIJO, Leslie Elliott; TIRONE, Daniel C.; CHEY, Hyoung-kyu. The monetary and financial powers of States: Theory, dataset, and observations on the trajectory of American dominance. **New Political Economy**, v. 25, n. 2, p. 174-194, 2020.

AUGUSTO, André Guimarães. As origens do dinheiro: Abordagem ontogenética e abordagem histórica-estrutural. **Revista de Economia**, v. 37, n. 3, p. 7-21, 2011.

BACHRACH, Peter; BARATZ, Morton S. Two faces of power. **American Political Science Review**, v. 56, n. 4, p. 947-952, 1962.

BALDWIN, David A. Power and international relations. In: CARLSNAES, Walter; RISSE, Thomas; SIMMONS, Beth A. (Ed.). **Handbook of international relations**. Los Angeles: Sage Publications, 2013. Cap. 11. p. 273-297

BELL, Stephanie. **The hierarchy of money**. Levy Economics Institute of Bard College, 1998. (Working Paper n. 231).

_____. The role of the state and the hierarchy of money. **Cambridge Journal of Economics**, v. 25, n. 2, p. 149-163, 2001.

BORDO, Michael D.; ROUSSEAU, Peter L. Legal-political factors and the historical evolution of the finance-growth link. **European Review of Economic History**, v. 10, n. 3, p. 421-444, 2006.

BROWN, Stuart S.; WANG, Hongying. China's rise as an international creditor: Sign of strength? In: LOMBARDI, Domenico; WANG, Hongying (Ed.). **Enter the dragon: China in the international financial system**. Edição Kindle. Centre for International Governance Innovation, 2015. Cap. 7.

BULL, Hedley. International theory: The case for a classical approach. **World politics**, v. 18, n. 3, p. 361-377, 1966.

CAPINZAIKI, Marília; COELHO, Jaime César. Ajustamento, poder e custos distributivos. **Estudos Internacionais**, v. 4, n. 3, p. 59-74, 2016.

CARROLL, Berenice A. Peace research: The cult of power. **Journal of Conflict Resolution**, v. 16, n. 4, p. 585-616, 1972.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves (Org.). O papel do dólar e do renminbi no sistema monetário internacional. In: _____. **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2013. Cap. 7, p. 211-321.

CHEY, Hyoung-kyu. **Can the renminbi rise as a global currency? The political economy of currency internationalization**. National Graduate Institute for Policy Studies, 2012. (GRIPS Discussion Paper 11-20).

_____. **The concepts, consequences, and determinants of currency internationalization**. National Graduate Institute for Policy Studies, 2013. (GRIPS Discussion Paper 13-03).

_____. The political economy of currency internationalization. In: OATLEY, Thomas; WINECOFF, W. Kindred (Ed.). **Handbook of the international political economy of monetary relations**. Edward Elgar Publishing, 2014. Cap. 3, p. 39-53.

COHEN, Benjamin Jerry. **The future of sterling as an international currency**. Londres: Macmillan, 1971.

_____. **The geography of money**. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

_____. Do not rush to write off national currencies. **Financial Times**, Londres, 19 abr. 2006. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/d292b49a-cf40-11da-925d-0000779e2340.html>>. Acesso em: 14 jun. 2017.

_____. The benefits and costs of an international currency: Getting the calculus right. **Open Economies Review**, v. 23, n. 1, p. 13-31, 2012.

_____. **Currency power: Understanding monetary rivalry**. Edição Kindle. Princeton: Princeton University Press, 2015.

_____. **Currency statecraft: Monetary rivalry and geopolitical ambition**. Edição Kindle. Chicago: University of Chicago Press, 2019.

_____. Reflections on liberal and monetary orders. In: NORRLOF, Carla et al. Global Monetary Order and the Liberal Order Debate. **International Studies Perspectives**, v. 21, n. 2, p. 109-153, 2020.

COOK, Robert Manuel. Speculations on the origins of coinage. **Historia: Zeitschrift für Alte Geschichte**, n. 3, p. 257-262, 1958.

COOLEY, Alexander; NEXON, Daniel H. **Exit from hegemony: The unraveling of the American global order**. Oxford University Press, 2020.

COOPER, Richard Newell. Key currencies after the euro. **The World Economy**, v. 22, n. 1, p. 1-23, 1999.

DAHL, Robert Alan. The concept of power. **Behavioral Science**, v. 2, n. 3, p. 201-215, 1957.

DE CONTI, Bruno Martarello; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. O sistema monetário internacional e seu caráter hierarquizado. In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves (Org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2013. Cap. 1, p. 23-84.

DONGMIN, Liu. Internationalization of China's bond market, development of offshore RMB centres and provision of global safe assets. In: LOMBARDI, Domenico; WANG, Hongying (Ed.). **Enter the dragon: China in the international financial system**. Edição Kindle. Centre for International Governance Innovation, 2015. Cap. 9.

DREZNER, Daniel W.; MCNAMARA, Kathleen R. International political economy, global financial orders and the 2008 financial crisis. **Perspectives on Politics**, v. 11, n. 1, p. 155-166, 2013.

_____. Targeted sanctions in a world of global finance. **International Interactions**, v. 41, n. 4, p. 755-764, 2015.

EICHENGREEN, Barry. Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. **Economie internationale**, n. 4, p. 39-50, 2004.

_____. **Sterling's past, dollar's future: Historical perspectives on reserve currency competition**. National Bureau of Economic Research, 2005. (NBER Working Paper n. 11336).

_____. **Exorbitant privilege: The rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system**. Oxford University Press, 2011.

_____. Sequencing RMB internationalization. In: LOMBARDI, Domenico; WANG, Hongying (Ed.). **Enter the dragon: China in the international financial system**. Edição Kindle. Centre for International Governance Innovation, 2015. Cap. 3.

_____; FLANDREAU, Marc. The Federal Reserve, the Bank of England, and the rise of the dollar as an international currency, 1914–1939. **Open Economies Review**, v. 23, n. 1, p. 57-87, 2012.

_____; MEHL, Arnaud; CHITU, Livia. **How global currencies work: Past, present, and future**. Edição Kindle. Princeton: Princeton University Press, 2018.

FAN, Joseph P. H. et al. **Does "good government" draw foreign capital? Explaining China's exceptional foreign direct investment inflow**. Banco Mundial, abr. 2007. (World Bank Policy Research Working Paper 4206).

FRANKEL, Jeffrey. Internationalization of the RMB and Historical Precedents. **Journal of Economic Integration**, v. 27, n. 3, p. 329-365, 2012.

GALLAROTTI, Giulio M. *The power curse: The paradox of power in world politics*. Polis, 2011.

GENBERG, Hans. **Currency internationalization: Analytical and policy issues**. Bank for International Settlements, 2009.

GERMAIN, Randall; SCHWARTZ, Herman. The political economy of failure: The euro as an international currency. **Review of International Political Economy**, v. 21, n. 5, p. 1095-1122, 2014.

_____; SCHWARTZ, Herman. The political limits to RMB internationalization. In: LOMBARDI, Domenico; WANG, Hongying (Ed.). **Enter the dragon: China in the international financial system**. Edição Kindle. Centre for International Governance Innovation, 2015. Cap. 5.

_____. Welfare and world money: the domestic foundations of currency internationalisation. **Journal of International Relations and Development**, v. 24, n. 3, p. 574-598, 2021.

GILPIN, Robert. **War and change in world politics**. Cambridge University Press, 1983.

GOODHART, Charles Albert Eric. The two concepts of money: Implications for the analysis of optimal currency areas. **European Journal of Political Economy**, v. 14, n. 3, p. 407-432, 1998.

GOURINCHAS, Pierre-Olivier; REY, Helene. From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege. In: CLARIDA, Richard H. **G7 current account imbalances: Sustainability and adjustment**. University of Chicago Press, 2007. p. 11-66.

GOURINCHAS, Pierre-Olivier; REY, H el ene; SAUZET, Maxime. The international monetary and financial system. **Annual Review of Economics**, v. 11, p. 859-893, 2019.

GRAEBER, David. **Debt: the first 5,000 years**. Nova York: Melville House, 2011.

GRASSMAN, Sven. A fundamental symmetry in international payment patterns. **Journal of International Economics**, v. 3, n. 2, p. 105-116, 1973.

GREENSPAN, Alan. **The euro as an international currency**. In: EURO 50 GROUP ROUNDTABLE, 30 nov. 2001, Washington.

GUY, Donna J. Dependency, the credit market, and Argentine industrialization, 1860–1940. **Business History Review**, v. 58, n. 4, p. 532-561, 1984.

HARARI, Yuval Noah. The scent of money. In: _____. **Sapiens: A brief history of humankind**. Edição Kindle. HarperCollins, 2014. Cap. 10.

HAY, Colin. Divided by a common language: Political theory and the concept of power. **Politics**, v. 17, n. 1, p. 45-52, 1997.

HE, Alex. The political logic of RMB internationalization: A unique journey to a major global currency. In: LOMBARDI, Domenico; WANG, Hongying (Ed.). **Enter the dragon: China in the international financial system**. Edição Kindle. Centre for International Governance Innovation, 2015. Cap. 2.

HELLEINER, Eric. Below the state: Micro-level monetary power. In: ANDREWS, David M. (Ed.). **International monetary power**. Ithaca: Cornell University Press, 2006, p. 72-90.

_____. Political determinants of international currencies: What future for the US dollar? **Review of International Political Economy**, v. 15, n. 3, p. 354-378, 2008.

_____. **Reluctant monetary leaders? The new politics of international currencies**. Centre for International Governance Innovation, 2013. (Paper n. 6).

_____. Downsizing the dollar in the age of Trump: The ambiguities of key currency status. **Brown Journal of World Affairs**, v. 23, p. 9, 2016.

HICKS, John Richard. **A market theory of money**. Oxford: Oxford University Press, 1989.

HOBBSBAWM, Eric. **The age of capital**. Londres: Weidenfeld and Nicolson, 1975.

IKENBERRY, G. John. The rise of China and the future of the west. **Foreign Affairs**, v. 87, n. 1, p. 23-37, 2008.

KAELBERER, Matthias. Structural power and the politics of international monetary relations. **The Journal of Social, Political, and Economic Studies**, v. 30, n. 3, p. 333, 2005.

KAMPS, Annette. **The euro as invoicing currency in international trade**. Banco Central Europeu, 2006. (ECB Working Paper No. 665).

KANNAN, Prakash. **On the welfare benefits of an international currency**. Fundo Monetário Internacional, 2007. (IMF Working Paper WP/07/49).

KENEN, Peter Bain. **Currency internationalization: An overview**. Bank for International Settlements Papers, v. 61, p. 9-18, 2011.

KEOHANE, Robert O.; NYE, Joseph S. **Power and interdependence**. Boston, 1977.

KINDLEBERGER, Charles P. **International money**. Londres: George Allen & Unwin, 1981.

KINDLEBERGER, Charles P. International public goods without international government. **The American Economic Review**, v. 76, n. 1, p. 1-13, 1986.

KHANNA, Aashana; WINECOFF, W. Kindred. The money shapes the order. In: NORRLOF, Carla et al. Global Monetary Order and the Liberal Order Debate. **International Studies Perspectives**, v. 21, n. 2, p. 109-153, 2020.

KIRSHNER, Jonathan. **Currency and coercion: The political economy of international monetary power**. Princeton University Press, 1997.

_____. Dollar primacy and American power: What's at stake? **Review of International Political Economy**, v. 15, n. 3, p. 418-438, 2008.

KNAPP, Georg Friedrich. (1905). **The state theory of money**. 4a edição. Londres: Macmillan, 1924.

KROEBER, Arthur. The renminbi: The political economy of a currency. **Foreign Policy**, v. 7, n. 9, 2011.

KRUGMAN, Paul Robin. The international role of the dollar: Theory and prospect. In: BILSON, John; MARSTON, Richard. **Exchange rate theory and practice**. Chicago: University of Chicago Press, 1984, p. 261-278.

_____. Who's afraid of the euro? **Fortune**, v. 137, n. 8, p. 52-52, 1998.

LA PORTA, Rafael et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LERNER, Abba Ptachya. Money as a creature of the state. **The American Economic Review**, p. 312-317, 1947.

LIM, Ewe-Ghee. **The euro's challenge to the dollar: Different views from economists and evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and other data**. Fundo Monetário Internacional, 2006. (IMF Working Paper 06/153).

LINDERT, Peter H. **Key currencies and gold 1900-1913**. Princeton: Princeton University, 1969. (Princeton studies in international finance, n. 24).

LOMBARDI, Domenico; WANG, Hongying (Ed.). **Enter the dragon: China in the international financial system**. Edição Kindle. Centre for International Governance Innovation, 2015.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Pascoal. **Economia monetária**. 7ª edição. São Paulo: Atlas, 1998.

LUKES, Steven. **Power: A radical view**. Londres: Macmillan, 1974.

MARQUES, Marina Zucker. **Financial statecraft and transaction costs: the case of renminbi internationalization**. Freie Universität Berlin, 2021. (School of Business & Economics Discussion Paper 2021/9).

MCDOWELL, Daniel. Payments power: The overlooked role of the dollar as the top international payments currency. In: NORRLOF, Carla et al. Global Monetary Order and the Liberal Order Debate. **International Studies Perspectives**, v. 21, n. 2, p. 109-153, 2020.

MCKINNON, Ronald I. **The unloved dollar standard: From Bretton Woods to the rise of China**. Oxford University Press, 2013.

MCNAMARA, Kathleen R. A rivalry in the making? The Euro and international monetary power. **Review of International Political Economy**, v. 15, n. 3, p. 439-459, 2008.

MEHRLING, Perry. **A money view of credit and debt**. Institute for New Economic Thinking. 4 nov. 2012.

MENGER, Carl. On the origin of money. **The Economic Journal**, v. 2, n. 6, p. 239-255, 1892.

_____. (1871). **Princípios de economia política**. São Paulo, Nova Cultural, 1987.

METRI, Maurício Médiçi. **Hierarquia e competição entre estados nacionais no atual sistema monetário internacional**. Dissertação (Mestrado) - Curso de Pós-Graduação em Economia, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2003.

MILNER, Helen. The assumption of anarchy in international relations theory: A critique. **Review of International Studies**, v. 17, n. 01, p. 67-85, 1991.

MINSKY, Hyman. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University, 1986.

MOMANI, Bessma. Gulf cooperation council oil exporters and the future of the dollar. **New Political Economy**, v. 13, n. 3, p. 293-314, 2008.

MORGENTHAU, Hans J. (1948). **A política entre as nações: Uma luta pelo poder e pela paz**. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2003.

MUNDELL, Robert. **EMU and the international monetary system**. Austrian National Bank, 1993.

NORRLOF, Carla. **America's global advantage: US hegemony and international cooperation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.

_____. The security foundations of dollar primacy. In: NORRLOF, Carla et al. Global Monetary Order and the Liberal Order Debate. **International Studies Perspectives**, v. 21, n. 2, p. 109-153, 2020.

NYE, Joseph S. Soft power. **Foreign Policy**, n. 80, p. 153-171, 1990.

OATLEY, Thomas. The political economy of the contemporary dollar standard. In: OATLEY, Thomas; WINECOFF, W. Kindred (Ed.). **Handbook of the international political economy of monetary relations**. Edward Elgar Publishing, 2014. Cap. 4, p. 54-68.

OLIVA, Juan Carlos Martinez. China's power and the international use of the RMB. In: LOMBARDI, Domenico; WANG, Hongying (Ed.). **Enter the dragon: China in the international financial system**. Edição Kindle. Centre for International Governance Innovation, 2015. Cap. 1.

ONUF, Nicholas. **World of our making: Rules and rule in social theory and international relations**. Columbia: University of South Carolina Press, 1989.

PAPAIOANNOU, Elias; PORTES, Richard. **Costs and benefits of running an international currency**. Directorate General of Economic and Financial Affairs, Comissão Europeia, 2008.

POSEN, Adam Simon. Why the euro will not rival the dollar. **International Finance**, v. 11, n. 1, p. 75-100, 2008.

PRASAD, Eswar. **The renminbi's ascendance in international finance**. 2015.

_____. **Gaining currency: The rise of the renminbi**. Edição Kindle. Oxford University Press, 2016.

PUTNAM, Robert D. Diplomacy and domestic politics: The logic of two-level games. **International organization**, v. 42, n. 3, p. 427-460, 1988.

REICH, Simon; LEBOW, Richard Ned. **Good-bye hegemony: Power and influence in the global system**. Princeton University Press, 2014.

RUEFF, Jacques. **The monetary sin of the West**. Nova York: Macmillan, 1972.

SAY, Jean-Baptiste (1821). **A treatise on political economy: Or the production, distribution and consumption of wealth**. Nova York: Sentry Press, 1971.

SCHENK, Catherine R. **The decline of sterling: Managing the retreat of an international currency, 1945–1992**. Cambridge University Press, 2010.

SCHULTZ, Kenneth A.; WEINGAST, Barry R. The democratic advantage: Institutional foundations of financial power in international competition. **International Organization**, v. 57, n. 1, p. 3-42, 2003.

SEABROOKE, Leonard. **The social sources of financial power: Domestic legitimacy and international financial orders**. Ithaca: Cornell University Press, 2006.

SERRANO, Franklin. From 'static' gold to the floating dollar. **Contributions to political Economy**, v. 22, n. 1, p. 87-102, 2003.

SMITH, Adam (1776). **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. Lausanne: Metalibri Digital Library, 2007.

SOBEL, Andrew C. Financial roots of hegemony, cooperation, and globalization. In: OATLEY, Thomas; WINECOFF, W. Kindred (Ed.). **Handbook of the international political economy of monetary relations**. Edward Elgar Publishing, 2014. Cap. 2, p. 17-38.

STRANGE, Susan. **Sterling and British policy: A political study of an international currency in decline**. Oxford University Press, 1971.

_____. **State and markets: An introduction to international political economy**. Londres: Pinter, 1988.

SUBACCHI, Paola. **The people's money: How China is building a global currency.** Edição Kindle. Nova York: Columbia University Press, 2017.

SUBRAMANIAN, Arvind. **Eclipse: Living in the shadow of China's economic dominance.** Peterson Institute, 2011.

SWOBODA, Alexander K. **The euro-dollar market: An interpretation.** International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1968.

TAVLAS, George; OZEKI, Yusuru. **The internationalization of currencies: An appraisal of the Japanese yen.** Fundo Monetário Internacional, 1992.

TCHERNEVA, Pavlina R. Chartalism and the tax-driven approach to money. In: ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm C. (Ed.). **A handbook of alternative monetary economics.** Edward Elgar Publishing, 2006. Cap. 5, p. 69-86.

_____. **Money, power, and monetary regimes.** Levy Economics Institute of Bard College, 2016. (Working Paper n. 861).

THE ECONOMIST (Ed.). On the origin of specie. **The Economist**, Londres, 18 ago. 2012. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/21560554>>. Acesso em: 14 jun. 2017.

THÉRET, Bruno. Les trois états de la monnaie. **Revue économique**, v. 59, n. 4, p. 813-841, 2008.

WALSH, Kathleen. **RMB trade invoicing: Benefits, impediments and tipping points.** Australian National University, 2014. In: HONG KONG AUSTRALIA RMB TRADE AND INVESTMENT DIALOGUE, 2014, Hong Kong.

WALTER, Andrew. Domestic sources of international monetary leadership. In: ANDREWS, David M. (Ed.). **International monetary power.** Cornell University Press, 2006. Cap. 3, p. 51-71.

WALTZ, Kenneth Neal (1959). **O homem, o estado e a guerra.** São Paulo: Martins Fontes, 2004.

_____. (1979). **Theory of international politics.** Waveland Press, 2010.

WANG, Hongying. China and the international financial system: Challenging the United States or the liberal order? In: NORRLOF, Carla et al. Global Monetary Order and the Liberal Order Debate. **International Studies Perspectives**, v. 21, n. 2, p. 109-153, 2020.

WENDT, Alexander. Anarchy is what states make of it: The social construction of power politics. **International Organization**, v. 46, n. 2, p. 391-425, 1992.

WINECOFF, W. Kindred. The Triffin dilemma, the Lucas paradox, and monetary politics in the twenty-first century. In: OATLEY, Thomas; WINECOFF, W. Kindred (Ed.). **Handbook of the international political economy of monetary relations.** Edward Elgar Publishing, 2014. Cap. 6, p. 89-122.

WRAY, Larry Randall. **Money and credit in capitalist economies: The endogenous money approach**. Edward Elgar, 1990.

_____. Functional finance and US government budget surpluses in the new millennium. In: NELL, Edward J.; FORSTATER, Mathew (Ed.). **Reinventing functional finance**. Edward Elgar Publishing, 2003. Cap. 10, p. 141-159.

VIOTTI, Paul R. **The dollar and national Security: The monetary component of hard power**. Stanford: Stanford University Press, 2014.

ZIELINSKI, Rosella Capella. **How states pay for wars**. Cornell University Press, 2016.

ZIMMERMANN, Hubert. Can the euro rival the US dollar? In: CAFRUNY, Alan W.; SCHWARTZ, Herman. (Ed.). **Exploring the global financial crisis**, p. 147-164, 2013.