



**Texto para Discussão 015 | 2024**

***Discussion Paper 015 | 2024***

# **A Hierarquia internacional de Moedas e a Restrição de Sobrevivência Minskyana**

**Ernani Torres**

*Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)*

*Professor do Curso de Pós-Graduação em Economia Política Internacional (PEPI), UFRJ*

**Fernando Amorim Teixeira**

*Doutor em Economia pela UFF*

This paper can be downloaded without charge from

<https://www.ie.ufrj.br/publicacoes-j/textos-para-discussao.html>

# **A Hierarquia internacional de Moedas e a Restrição de Sobrevivência Minskyana**

**Setembro, 2024**

## **Ernani Torres**

*Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)*

*Professor do Curso de Pós-Graduação em Economia Política Internacional (PEPI), UFRJ*

## **Fernando Amorim Teixeira**

*Doutor em Economia pela UFF*

## Introdução

Nos últimos anos, os EUA intensificaram o uso de sanções monetárias como forma de punir os países mais refratários a sua hegemonia, como Irã e Rússia (Torres, 2024). Essas medidas suscitaram dúvidas se essa armamentização do dólar não estaria colocando em risco a liderança da moeda americana nos mercados globais (Kamin e Sobel, 2024). Nesse debate, se chocam visões muito diferentes sobre os determinantes da liderança dos Estados Unidos na hierarquia internacional das moedas (HIM).

Tendo esse cenário como pano de fundo, esse texto tem como objeto principal apresentar uma maneira diferente das tradicionais de se compreender a HIM, tomando como ponto de partida o conceito de Restrição de Sobrevivência (RS). A RS foi apresentada por Minsky em sua tese de doutoramento em 1954 na tentativa de introduzir, na teoria microeconômica tradicional, uma racionalidade financeira adicional à do lucro. Para ele, honrar dívidas é uma obrigação importante e recorrente, que faz com que os dirigentes de empresas se preocupem todo o tempo em evitar as penalidades associadas à insolvência. Com base na RS, ele desenvolveu em 1954, de forma embrionária, algumas das contribuições que vieram posteriormente a consagrá-lo, como sua Hipótese da Instabilidade Financeira e sua tipologia da Fragilidade Financeira.

Em seus escritos posteriores, Minsky deixou de fazer menção explícita ao termo “Restrição de Sobrevivência”, apesar de ter feito uso explícito da ideia em várias oportunidades, pelo menos até 1967. Por esse motivo, a RS é ainda um conceito pouco difundido, mesmo entre autores de inspiração minskyiana. Nesse texto, procura-se mostrar que a aplicação da RS à hierarquia internacional das moedas permite identificar com clareza a centralidade que o poder americano ocupa nesse ordenamento. Esse foco normalmente não está presente no tratamento dado pelas abordagens atualmente mais difundidas. Os funcionalistas neoclássicos, por exemplo, se preocupam basicamente com o atendimento às demandas privadas e dos Estados por serviços de pagamentos no exterior. Os keynesianos, por sua vez, focam mais o papel da preferência pela liquidez.

Para levar à cabo essa tarefa, o texto foi dividido em quatro seções, além dessa introdução e das considerações finais. A primeira apresenta a Restrição de Sobrevivência e suas principais características, a partir do texto original de Minsky de 1954 e da sua releitura

por autores minskyanos modernos. A segunda trata da RS sob a ótica nacional, explicitando sua operação na materialização das dívidas e dos pagamentos entre agentes distintos agentes de um mesmo sistema monetário nacional. A terceira aborda a moeda internacional e sua hierarquia, desde a perspectiva da RS. A quarta apresenta de forma breve uma visão comparativa da hierarquia internacional de moedas apresentada no texto frente às alternativas neoclássica e keynesiana.

## 1 Minsky e a Restrição de Sobrevivência

Minsky introduziu o conceito de Restrição de Sobrevivência em sua tese de doutoramento. Para ele, a RS seria o conjunto das penalidades que ameaçam as empresas<sup>1</sup>, caso não consigam manter em dia o pagamento de suas obrigações financeiras<sup>2</sup> (Minsky, 1954). Posteriormente, outros autores propuseram definições alternativas. Para Nielson (2019: 44), a RS é o “*requirement (...) to pay debts when due*”. Para Torres (2023) é um limite calculável em dinheiro para cada agente econômico a cada momento, que fixa a fronteira entre sua solvência ou insolvência perante suas obrigações financeiras.

O objetivo de Minsky ao explicitar a Restrição de Sobrevivência era atribuir às finanças um papel teórico relevante nas decisões das firmas. Na sua visão, tratava-se de um princípio de racionalidade, ignorado pela microeconomia convencional, que seria adicional e teria igual relevância que a maximização de lucro. Assim, uma “*business firm may be considered to be as interested in surviving as in maximizing profit*” (Minsky, 1954:152), mas “*the usual economic theory ignores ... and assumes a unique behavior principle for all firms [that is] profit maximization*” (Minsky, 1954:143).

---

<sup>1</sup> Como veremos adiante, a ação da RS não se restringe a empresas, mas também disciplina o comportamento financeiro de famílias e bancos.

<sup>2</sup> “*Firm behavior can be considered as ruled not only by the desire for profits but also by the desire on the part of the firm’s management to avoid failure or bankruptcy: for in failure or bankruptcy the value of the organization disappears. These monetary or financial constraints upon the firm I have labeled the survival constraints* (Minsky 1954:96).

A despeito de direcionarem o comportamento das empresas, o lucro e a RS têm naturezas diferentes. O primeiro deles é um prêmio oferecido pelo mercado aos empresários mais eficientes. O segundo é uma limitação que afeta a todos os agentes econômicos<sup>3</sup>. Sua existência cria uma forma específica de disciplina que os obriga a sempre “*meet contractual debt obligations payable in money*” (Minsky 1954:96).

Além disso, o lucro é um resultado eventual enquanto a Restrição de Sobrevivência é uma limitação permanente. A RS pode variar de “tamanho” ao longo do tempo, mas nunca deixará de existir. A todo momento, os atores econômicos têm um rol de obrigações financeiras que precisarão liquidar hoje e no futuro. A rotina da vida econômica substitui permanentemente as dívidas liquidadas por novas. Como Minsky alertou: “*Each economic unit – be it a business firm, household, financial institution, or government – is a money-in-money-out device*” (2016:212).

Para evitar a insolvência, um administrador financeiro precisa estar sempre comparando suas entradas com suas saídas de caixa, buscando identificar e remediar possíveis desequilíbrios. A prudência recomenda que, nessa tarefa, também leve em conta que essas somas estão sujeitas a riscos e incertezas<sup>4</sup>. Assim, existem imprevistos que podem afetar negativamente seu planejamento de caixa e eventos dessa natureza normalmente não servem de justificativa para que as penalidades associadas à Restrição de Sobrevivência sejam perdoadas.

Como famílias, empresas e bancos<sup>5</sup> não conseguem emitir a moeda que liquida suas obrigações, sua principal fonte de dinheiro advém de suas atividades econômicas correntes (salários, vendas, juros). Entretanto, essas entradas são, muitas vezes, insuficientes para atender a todas os pagamentos a vencer. Por esse motivo, esses agentes

---

<sup>3</sup> Mais à frente será explicado que o banco central é a única exceção a essa regra.

<sup>4</sup> Risco refere-se a situações em que os resultados futuros são desconhecidos, mas as probabilidades são conhecidas ou podem ser estimadas, e a incerteza se relaciona a resultados futuros cujas probabilidades não podem ser determinadas.

<sup>5</sup> Como veremos adiante, os bancos comerciais são emissores de moeda (depósitos à vista) para as empresas e para as famílias, mas não podem emitir a moeda que usam nas transações entre eles mesmos (reservas), que são monopólio do banco central.

precisam também ser capazes de, a qualquer momento, mobilizar fontes adicionais de dinheiro, tais como: somas acumuladas no passado, venda de ativos, novos empréstimos e lançamento de ações<sup>6</sup>.

Descompassos podem ser mais difíceis de administrar quando resultam de desequilíbrios patrimoniais. Por esse motivo, Minsky alertou em sua tese que os gerentes de caixa têm que estar igualmente atentos para o fato de que suas estratégias de gestão de passivos podem afetar suas RS, impondo diferentes níveis de risco de solvência em seus balanços. Aludiu também à existência de duas classes de empresas: as financeiramente robustas, que dependem basicamente do capital próprio dos seus proprietários; e as frágeis, que carregam um *“large volume of debt”* e que, por isso, em algum momento precisarão renegociar suas dívidas junto aos credores.

Observou também que quanto mais as empresas estiverem endividadas, mais severas serão *“the conditions under which a firm can survive”* (Minsky 1954:96). Essa diferenciação entre as firmas, segundo a participação que as dívidas ocupam em seus balanços, é um tema que posteriormente deu lugar, de forma mais estruturada, à tipologia da fragilidade financeira. Segundo Gatti e Gallegati (1997:531), *“the definition of hedge, speculative, and ponzi financing is still far away, but we can recognize a familiar classification”*.

A partir dessa taxonomia de estruturas de balanço de empresas, Minsky, ainda em 1954, deu um passo adiante e apontou para o fato de que o nível de fragilidade financeira acumulado pelo conjunto das empresas pode ter efeitos macroeconômicos. O conceito de instabilidade financeira ainda não está presente, mas em seu lugar aparece uma noção de um ciclo econômico que, ademais de poder ser determinado por variáveis “reais”, como advogava a teoria dominante à época, pode também ser gerado por motivos financeiros. Para Minsky, *“the financing of a firm’s expansion may result in a deterioration of its survival conditions. Therefore, the liquidity crises of the downswing can be imputed to*

---

<sup>6</sup>No mundo moderno, as empresas que têm pleno acesso ao mercado financeiro contam com a possibilidade de poderem emitir ações ou dívidas longas sem garantias para compensar desequilíbrios em seus fluxos de caixa.

*the development of the expansion. Business cycles are both monetary and real phenomena*” (Minsky, 1954:222). Papadimitriou chamou a atenção para o fato de o texto de 1954 conter “*the origin of Minsky’s financial fragility hypothesis for which most of his lifetime intellectual endeavors were devoted*” (2004:xiii).

Assim, a tese de doutoramento de Minsky já apresentava de forma embrionária dois dos temas que vieram posteriormente a marcar sua obra: sua tipologia de fragilidade financeira e sua Hipótese da Instabilidade Financeira. Um fato que diferencia esse escrito inicial dos posteriores é ter sido explicitamente construído a partir de uma racionalidade microeconômica baseada na RS. Essa limitação social e suas penalidades são a base teórica que explica por que as empresas ao adotarem em conjunto um comportamento financeiro menos prudente podem se tornar frágeis ao ponto de gerarem um impacto sobre o ciclo econômico.

Nesse contexto, a moeda surge como um ativo singular. É o único meio de pagamento que garante ao devedor imunidade legal absoluta frente às penalidades associadas ao descumprimento de uma obrigação financeira. Qualquer outra alternativa o deixará vulnerável a questionamentos judiciais no futuro. Assim, a moeda e a RS são dois mecanismos indissociáveis e complementares, criados pelo Estado. Nesse relacionamento participam também as dívidas financeiras – obrigações de pagamento em dinheiro – e as penalidades associadas a um eventual inadimplemento.

Minsky deixou de utilizar e a expressão “Restrição de Sobrevivência” após a sua dissertação de doutorado (Nielsen 2019). No entanto, continuou a mencionar a importância dessa limitação, em vários textos, pelo menos até 1967. Por exemplo, em um texto publicado naquele ano afirmou que: “*if operations do not generate a sufficiently large cash flow, then the survival of the unit - or at least the avoidance of embarrassment - requires that the unit be able to borrow or sell assets to obtain the necessary cash*”. (Minsky, 1967:33).

Os motivos que o levaram a não mais se referir diretamente à RS são desconhecidos. Alguns autores entendem que essa escolha denota que esse conceito teria perdido relevância para ele. Wray (2016) adotou implicitamente essa postura ao não fazer uma única menção ao termo na ampla revisão que fez do pensamento do seu dileto professor.

Nesta oportunidade, tratou apenas do “risco de solvência”, mas limitado ao seu impacto sobre o comportamento prudencial dos bancos. Em contrapartida, Bezemer (2019), Mehrling (1999) e Nielson (2019) compartilham a opinião de que a RS continuou sendo um princípio importante para Minsky, que ele deixou de usar explicitamente “*because he builds the idea more deeply into his thinking, not because he gives it up*” (Nielson,2019:46).

A disciplina imposta pela RS é a base para entender a centralidade das finanças na economia capitalista. Ela se aplica tanto à moeda de uso nacional quanto à estrangeira. A forma como esses limites são administrados pelos agentes não gera apenas impactos microeconômicos, mas tem também consequências relevantes sobre a operação do sistema econômico como um todo. Ao mesmo tempo, os Estados atuam fixando penalidades e exceções, estabelecendo unidades de conta e meios de pagamento. São ainda quase que obrigados a se submeter a uma moeda estrangeira que, à exceção do país que a emite, não controlam.

## **2 A Hierarquia de Moedas no Sistema Monetário Nacional**

As economias modernas, normalmente, permitem a circulação de quatro tipos de meios de pagamento. Dois deles são emitidos pelo Estado. É o caso do papel-moeda, destinado aos agentes não emissores de moeda (ANE), ou seja, as famílias, empresas, instituições financeiras e órgãos de governo. O outro são os depósitos à vista do banco central (reservas), que são de uso compulsório e exclusivo dos bancos comerciais<sup>7</sup>. Em paralelo ao dinheiro público, coexistem também os depósitos à vista emitidos pelos bancos comerciais, também de uso exclusivo dos ANE. Finalmente, circula ainda uma quarta forma de moeda, a estrangeira (dólar), que faz uso de uma unidade de conta estrangeira e

---

<sup>7</sup> Na prática, algumas instituições financeiras que têm papel sistêmico no sistema de pagamentos, como é o caso da bolsa de valores no Brasil, também operam com reservas bancárias



requer que sua liquidação seja feita por um meio de pagamento que é emitido e controlado por outro Estado<sup>8</sup>.

Cada um desses quatro meios de pagamento segue regras próprias de conversão entre si. O banco central (BC) garante que a taxa de 1:1 (par) será sempre respeitada entre os dois meios de pagamento que emite. Essa capacidade se apoia no fato de que ambos são débitos seus e não estão sujeitos a uma obrigação de conversão em outra forma de moeda ou de ativos. Além disso, o BC é o único agente autorizado a emitir a moeda que ele mesmo utiliza para seus pagamentos (reservas). Esse privilégio exclusivo, como veremos mais à frente, garante à autoridade monetária imunidade frente à RS na moeda nacional.

Depósitos à vista, diferentemente dos outros meios de pagamento nacionais, têm natureza privada e, por isso, carregam o risco de solvência de seus emissores. Além disso, os bancos comerciais são obrigados por lei a convertê-los ao par em papel-moeda ou reservas, sempre que demandados por seus correntistas<sup>9</sup>. Trata-se, portanto, de uma forma bastante rígida da RS.

Por fim, a moeda estrangeira é o meio de pagamento que atende às liquidações que os agentes nacionais precisam fazer fora do país<sup>10</sup>. Os mais internacionalizados são detentores de entradas e saídas de caixa em divisas e, por esse motivo, precisam também administrar diretamente uma segunda restrição de sobrevivência em dólares, adicional à que gerem na moeda nacional. Esse grupo seletivo e importante inclui, entre outros, o BC, o Tesouro Nacional e os bancos, empresas e pessoas físicas detentores de pagamentos, dívidas e ativos no exterior<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> Alguns países aceitam que moedas estrangeiras possam liquidar pagamentos locais, mas a maioria impõe restrições.

<sup>9</sup> Desse ponto do texto em diante, por simplificação deixaremos de especificar os condicionantes referentes ao papel-moeda, por sua menor importância para os temas tratados.

<sup>10</sup> Não se incluem nessa categoria os ativos de emissão doméstica que, apesar de denominarem uma obrigação de pagamento em moeda estrangeira, são liquidados em moeda local.

<sup>11</sup> Por simplificação, supõe-se que não há liquidação em moeda estrangeira no país.

A conversibilidade entre o meio de pagamento nacional e o estrangeiro é uma transação normalmente sujeita a intensa regulação. Alguns países impõem um regime de taxa fixa. Nesse caso, o Estado, por meio do banco central, precisa estar pronto a intervir no mercado de câmbio sempre que o preço de mercado se deslocar da paridade. Uma alternativa muito adotada é flutuação suja. Nesse regime, o BC intervém esporadicamente sempre que os limites da banda de flutuação (explícita ou não-declarada) é atingida<sup>12</sup>.

Nas duas opções, existe uma dificuldade frente à qual a autoridade monetária local precisa estar atenta pois, diferentemente das reservas, estão lidando agora com uma moeda que não pode emitir. Assim, o BC, a exemplo dos demais atores nacionais, está sujeito a uma RS na moeda estrangeira. Para permitir o gerenciamento macro dos fluxos financeiros com o exterior, os Estados normalmente impõem regimes diferenciados para a conversibilidade da moeda nacional na estrangeira. As opções variam desde a necessidade de autorização prévia para saídas e de venda compulsória de divisas pelos exportadores até a inexistência de restrições.

Há uma diferença crucial entre a moeda nacional e a estrangeira quanto às regras que comandam sua oferta. No caso dos meios de pagamento domésticos, os bancos locais rotineiramente expandem ou reduzem o volume de depósitos à vista quando seus empréstimos são concedidos e liquidados. Apesar de precisarem manter reservas junto ao banco central para atenderem a suas obrigações de conversibilidade, o volume desses saldos não constitui uma limitação à priori para suas atividades correntes<sup>13</sup>. Os ajustes de reservas pelas instituições comerciais, quando necessários, são feitos à posteriori (Torres, 2023). O banco central também cria e destrói reservas rotineiramente, mas não está sujeito a nenhuma limitações, ex-ante ou ex-post.

Assim, sempre que agentes não emissores recorrem a bancos comerciais e estes ao banco central, essas operações ampliam o volume de dinheiro em circulação – o que reduz a RS

---

<sup>12</sup> Os regimes de taxa de câmbio fixa e flutuante são os mais comuns, mas há também um grupo limitado de países, normalmente de menor porte, que usam moeda estrangeira nos pagamentos domésticos.

<sup>13</sup> Segundo Mcleay, M., Radia, A. e Thomas, R. (2014b:16): “In no way does the aggregate quantity of reserves directly constrain the amount of bank lending or deposit creation”.

do conjunto desses atores no curto prazo. Em troca, estarão ampliando o volume de suas obrigações de pagamento no futuro. Essas operações estão sujeitas a um preço, a taxa de juros. Apesar de depósitos à vista e reservas serem meios de pagamentos diferentes, suas taxas de juros estão correlacionadas de forma hierárquica.

O BC fixa sua taxa básica para empréstimos de reservas para períodos curtos de olho no nível corrente e nas expectativas de inflação e da taxa de câmbio, na taxa de crescimento econômico, no nível de emprego, e, eventualmente, na tendência de valorização dos ativos. A partir desse piso, o mercado forma uma estrutura de taxas para a emissão de depósitos à vista cujo valor dependerá do horizonte de tempo desses empréstimos e do risco que cada banco comercial atribui a cada ANE.

A moeda estrangeira, por sua vez, segue esses mesmos princípios de criação e destruição, mas apenas no país em que é emitida. Assim, bancos comerciais fora dos EUA não conseguem flexibilizar plenamente a RS externa de seus clientes domésticos. Precisam para tanto ter saldos acumulados, ativos ou acesso a empréstimos em dólares. Na prática, as operações financeiras desse conjunto de atores nacionais nos EUA se dão de modo semelhante a qualquer outro ANE local. Entretanto, os estrangeiros se distinguem dos agentes locais por estarem sujeitos a uma forma particular de risco coletivo – o de conversibilidade – que é um dos componentes do *spread* que lhes é cobrado nas taxas de juros dos empréstimos realizados em dólares.

Diante desse cenário, a posição que cada pessoa ocupa na hierarquia do sistema monetário irá determinar sua percepção daquilo que é moeda (meio de pagamento). Como se pode ver no Gráfico 1, os ANE compõem o nível mais inferior do sistema (N1). Para eles, dinheiro é depósito à vista<sup>14</sup>. Bancos comerciais ocupam o segundo nível (N2), já que são autorizados a emitir moeda para os ANE (depósitos à vista). Entretanto por determinação legal, só podem usar como meio de pagamento as reservas do BC, que, por ser o único emissor desse meio de pagamento, ocupa a terceira posição dessa hierarquia (N3). Além disso, a autoridade monetária detém o privilégio de poder usar o dinheiro que emite como

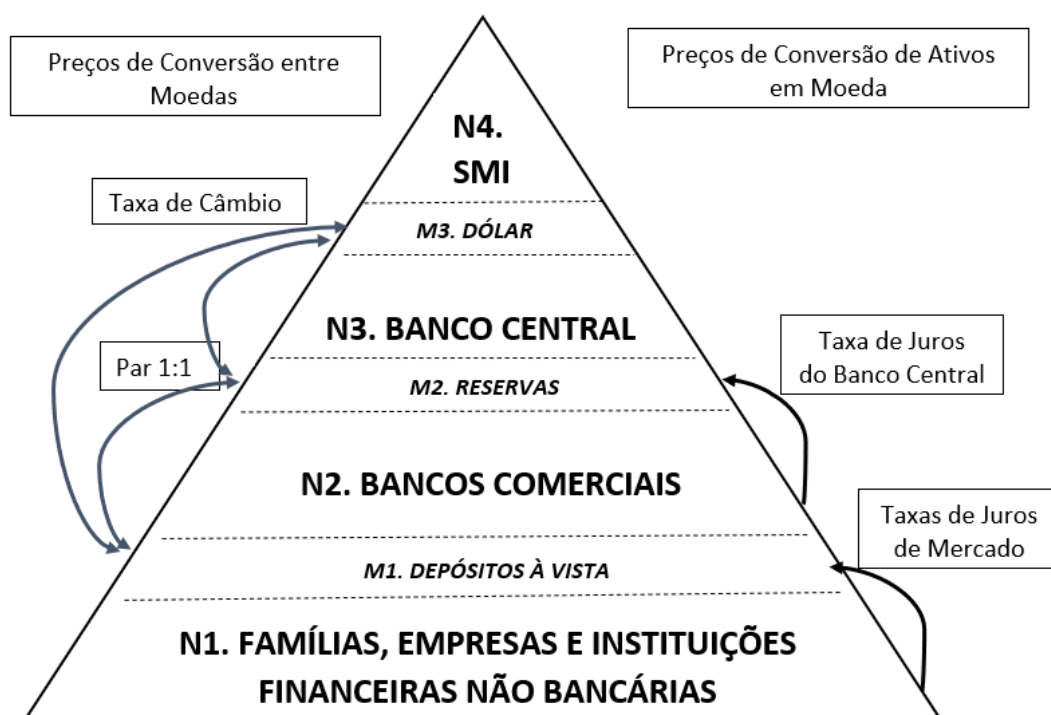
---

<sup>14</sup> Por simplificação, papel moeda não consta do Gráfico 1.

meio de pagamento, sendo assim o único agente que não está sujeito à RS na moeda nacional.

Acima desses três níveis hierárquicos, existe mais um que é ocupado pelo sistema monetário internacional (N4) por meio do dólar. Esse meio de pagamento só pode emitido por bancos nos EUA. A necessidade de realizar pagamentos e de ter ingressos no exterior (fluxo de caixa em divisas) constitui uma segunda RS para todos os agentes não americanos, individual e coletivamente.

**Gráfico 1. Hierarquia de um Sistema Monetário Nacional**



Fonte: Elaboração dos Autores

Nos dois níveis iniciais da hierarquia ilustrada no Gráfico 1, os agentes estão sujeitos a uma limitação coletiva na moeda nacional- uma RS macro - referente à quantidade de moeda que os emissores - que ocupam o nível imediatamente superior - estão dispostos a prover. Muitas vezes, esses agentes só aceitam emprestar cobrando taxas de juros mais

elevadas ou demandando mais garantias. Nesse caso, estarão impondo uma maior disciplina ao conjunto de seus clientes, por meio de um limite global de emissão de moeda inferior ao que seria por eles desejado.

Esse menor apetite por novos negócios por parte dos bancos comerciais vai depender, grosso modo, de três fatores. O primeiro é a percepção que têm do risco de cada um de seus clientes. Se seus fluxos de caixa estiverem sob pressão, sua capacidade de conseguirem pagar suas novas dívidas em dia estará comprometida. Assim, se o banco lhes concedesse mais empréstimos estaria assumindo riscos mais elevados em seus balanços, o que significaria aumentar sua própria RS. O segundo são as expectativas que a instituição financeira tem sobre a evolução da economia e seus impactos sobre o risco de seus clientes no futuro próximo. Um cenário pessimista pode frear o apetite de crédito dos bancos, independentemente da situação financeira corrente das empresas e das famílias.

O terceiro fator levado em conta pelos bancos são as condições impostas pelo BC para ampliar ou reduzir o total de reservas. Se, por exemplo, a autoridade monetária decidir aumentar sua taxa de juros ou o volume de depósitos compulsórios que os bancos comerciais precisam manter, o resultado será uma pressão sobre a RS do conjunto dessas instituições, o que, normalmente, deve levá-los a cobrar mais por seus serviços. Custos maiores tendem a restringir o volume de suas operações comerciais, pressionado a RS macro dos ANE. O BC, pelos privilégios que acumula, não precisa seguir os preços praticados pelos bancos comerciais. Seu foco, como vimos, é a orientação expansionista ou contracionista que deseja impor à economia.

Finalmente, a moeda estrangeira, do mesmo modo que a nacional, gera necessariamente uma RS macro e micro própria para aqueles que a ela estão submetidos. Assim, os atores internacionalizados de um determinado país precisam oferecer a seus credores estrangeiros uma situação confortável do ponto de vista de seus fluxos de caixa em dólares, tanto individualmente como coletivamente. Caso contrário, sofrerão a majoração das taxas que pagam. Em um cenário mais restritivo, poderão até mesmo deixar de acessar novos empréstimos, gerando uma escassez crítica de dólares na economia doméstica, que pressionará sobremaneira as taxas de câmbio e de inflação.

Desse ponto de vista, o “privilégio exorbitante” dos EUA está no fato de seu sistema de pagamento não possuir um quarto nível. Na prática, os americanos pagam obrigações nacionais e no exterior em dólar. Com isso, os EUA não estão sujeitos a uma RS macro externa e o mesmo acontece com os agentes americanos individualmente.

### **3 A Hierarquia de Moedas no Sistema Monetário Internacional**

Desde 1945, o dólar tomou cada vez mais centralidade nos pagamentos internacionais (Torres, 2018). Essa posição dominante foi inicialmente impulsionada pelo Acordo de Bretton Woods, que regulou o sistema de pagamentos no mundo capitalista após a 2ª Guerra. Esse tratado estipulava que, em troca de ser o emissor da única moeda internacional reconhecida formalmente, os EUA se submeteriam a uma RS externa em ouro, obrigando-se a sempre converter cada unidade da sua moeda detida por um governo estrangeiro em uma quantidade pré-fixada desse metal. Entretanto, quando esse limite ameaçou a capacidade de Washington de impor suas prioridades políticas, doméstica e externamente, o compromisso com a conversibilidade foi denunciado unilateralmente. Desde 1971, o dólar tornou-se uma moeda fiduciária também na arena internacional.

Apesar dessa mudança, a moeda americana continua monopolizando as transações cambiais. Ela está presente em quase 90% delas (BIS, 2022). Essas operações se dão nos EUA, mas também em outros lugares do planeta, a exemplo do euromercado. Entretanto, esses centros *offshore* não têm capacidade de criar ou destruir dólares autonomamente. Como afirmam Stigum e Crecenzi (2007:211): “*The first important point to make about Eurodollars is that regardless of where they are deposited – London, Singapore, Tokyo, or Brazil – they never leave the United States. Also, they never leave the United States regardless of where they are lent*”.

Assim, por exemplo, depósitos à vista dolarizados em Londres são ao final do dia espelhos (registros contábeis) de saldos que instituições inglesas detém em um banco em Nova Iorque. As reservas do sistema eurodólar são depósitos ou linhas de crédito nos EUA em bancos que têm acesso aos mecanismos de liquidez do Federal Reserve (FED).

Ao final da compensação em moeda americana em Londres, eventuais déficits ou superávits são sempre neutralizados por saques ou depósitos junto a bancos nos Estados Unidos. No caso de operações a termo, usam-se derivativos para “casar” (*match*) os prazos de suas operações ativas e passivas, por meio de operações a futuro. Segundo Mehrling (2015:8): “*matched book is the name of the game [in the Eurodollar market], and matched book in dollars*”.

Até 2008, o FED gerenciava a liquidez das operações domésticas e internacionais em dólares exclusivamente por meio de operações com títulos do governo americano. Esse mecanismo era suficiente para mover não só o mercado monetário nos Estados Unidos, mas também, por meio de arbitragens, os do resto do mundo (Tooze, 2018). Assim, em situações de instabilidade financeira, a reação do Fed se limitava a apoiar os bancos estabelecidos no país. Cabia ao Tesouro americano e aos organismos internacionais intervir quando governos estrangeiros atravessavam crises de balanço de pagamentos, ou seja, quando ultrapassavam os limites estabelecidos por suas próprias restrições macro de sobrevivência em dólares.

Entretanto, na crise dos bancos europeus de 2010, os mecanismos de liquidez na moeda americana deixaram de operar satisfatoriamente. Naquele momento, diante da possibilidade de estas instituições ficarem insolventes em dólares, o FED se viu obrigado a inovar. Criou linhas de crédito automáticas para bancos centrais de países selecionados que permitem saques de valores ilimitados em reservas em dólares. Esse mecanismo se mantém ativo até hoje e inclui: o Banco Central Europeu, o Banco da Inglaterra, o Banco do Japão, o Banco do Canadá e o Banco Nacional da Suíça – os BC5. Em troca, o Federal Reserve recebe o depósito de um saldo equivalente em conta que mantém com sua contraparte estrangeira na moeda local e a promessa de reversão dessa operação no futuro à taxa de câmbio original. Esse saldo é um mero registro contábil dessa dívida, uma vez que, como garantia, apresenta uma baixa capacidade de ser executada.

Ao criar esse novo mecanismo de liquidez internacional, o FED estava seguindo à risca uma orientação de Minsky de 1967, de que, em uma situação de crise, o banco central deveria adquirir “*any type of asset it feels is necessary to avoid instability is a major requirement for the successful operation of a complex financial system. The central bank must follow, and in crisis ratify, what has taken place in the market. Only in times of*

*stagnation or tranquillity can the economy afford a central bank that stands on principles” (Minsky, 1967:54-55).*

Como parte dessa rede de *swaps*, os BC5 tornaram-se, na prática, cinco novos membros do sistema da reserva federal americana, com a diferença de que não têm direito a assento nem a voto na diretoria do FED. Assim, em termos operacionais, podem criar e destruir dólares (reservas), sem precisarem aportar títulos do Tesouro americano em garantia, como os demais correntistas do Fed precisam fazer. Os BC5 ficaram assim isentos das penalidades que a restrição de sobrevivência externa lhes impunha e, por isso, podem estender esse privilégio a agentes sob sua supervisão, em particular bancos.

A Figura 2 ilustra a hierarquia atual do sistema monetário internacional, do ponto de vista da RS na moeda americana. No topo da pirâmide está o dólar (N6). Essa posição decorre do fato de os EUA não estarem sujeitos a nenhuma limitação monetária externa.

O nível imediatamente abaixo da pirâmide (N5) é ocupado pelas moedas dos BC5 que detêm acordos permanentes de swap com o FED e que, portanto, podem emitir moeda americana de forma autônoma para flexibilizar sua restrição externa macro e a de seus clientes (micro). Abaixo desses dois níveis, todos os países estão sujeitos a uma RS em dólares que precisa ser administrada por meio de mecanismos tradicionais, tais como: a ação de seus BC e tesouros nacionais, mediante o uso de reservas internacionais, taxas de juros, regimes de taxa de câmbio e, em situações graves, controles cambiais. Entretanto, no interior desse grupo amplo, existem nações com níveis muito diferentes de limitações de balanço de pagamento.

Algumas dessas moedas são bastantes conversíveis e vêm sendo, cada vez mais, usadas para compor as reservas internacionais dos países, por apresentarem liquidez elevada, segurança e, principalmente, taxas de juros mais atraentes (Eichengreen et al., 2022). Por esse motivo, ocupam o quarto nível (N4) da pirâmide do Gráfico 2. Incluem-se nessa classe, por exemplo, a coroa sueca e os dólares da Austrália e da Nova Zelândia.

Em seguida, estão as moedas periféricas que gozam de mais expressão no sistema monetário internacional (N3). Apresentam menor conversibilidade e liquidez que as moedas de N4 e compõem um conjunto bastante heterogêneo de países que mantêm

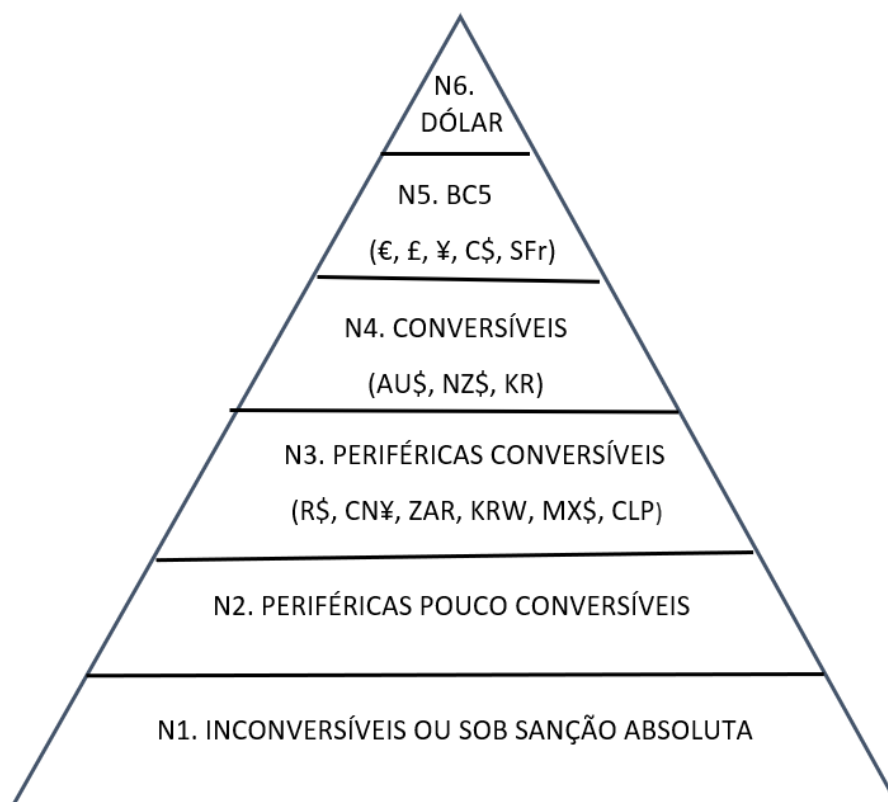


formas específicas de internacionalização e de intervenção cambial, a exemplo do yuan e do real, como será mostrado na seção seguinte.

Existe um nível ainda mais baixo na hierarquia das moedas internacionais (N2) que é formado pelas de menor expressão e cuja conversibilidade está, muitas vezes, sujeita a fortes limitações. Esse é o caso das economias de pequeno porte ou muito sujeitas a instabilidade, uma situação presente na maior parte dos países do terceiro mundo.

Finalmente, o piso da pirâmide (N1), é ocupado pelas moedas que têm pouca ou nenhuma projeção fora da sua área de atuação específica. Incluem-se também nesse grupo de países que tenham sido totalmente desligados do sistema de pagamentos dos EUA, tais como o Irã e a Coreia do Norte. Vale notar que o rublo russo, a despeito de estar sob sanções monetárias americanas, ainda integra o nível N2 na medida em que vários de seus bancos comerciais continuam autorizados a realizar e receber pagamentos na moeda americana (Torres, 2024).

**Gráfico 2. Hierarquia das Moedas no Sistema Internacional**



Fonte: Elaboração dos autores

## 4 Visões de Hierarquia Internacional de Moedas: uma comparação

A literatura acadêmica oferece tratamentos diferentes para a HIM. Cada um parte de base teórica própria e tem focos distintos. Para fins de comparação com a hierarquia proposta nesse capítulo, faremos uso de duas versões bastante difundidas.

A primeira delas é a mais utilizada na Economia Política Internacional e na imprensa especializada em finanças internacionais<sup>15</sup>. Seu fundamento é funcionalista, porque se baseia na versão clássica da teoria da moeda. Desse ponto de vista, o dinheiro é definido como “aquilo” que atende às funções de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. Sua existência está associada à divisão do trabalho. Nesse contexto, a moeda é tão somente uma mercadoria específica, que se destaca das demais pelas facilidades que oferece à operação das trocas, eliminando a necessidade da dupla coincidência de vontades entre os agentes. Decorre, assim, de uma escolha de seus demandantes entre várias opções e pode ser facilmente contestada, já que as demais mercadorias também apresentam igual liquidez.

Para a abordagem funcionalista, as moedas internacionais de hoje, apesar de serem fiduciárias e emitidas por Estados Nacionais, continuam sendo vistas como “mercadorias” que facilitam as transações entre indivíduos situados em países diferentes. Nesse caso, a escolha da unidade de conta e do meio de troca a ser usado nas trocas entre países recairá sobre aquela que ofereça aos usuários os melhores serviços “transacionais” ao menor custo. Como afirma Cohen (2015:10) *“Currencies, if attractive enough, may be employed outside their country of origin for any of a number of monetary purposes.”*

O atores internacionais teriam ao seu dispor várias opções que disputariam os demandantes por meio da diferenciação do seu produto e de inovações em um *“Darwinian process of natural selection, driven above all by the forces of market competition. Only the fittest survive”* (Cohen, (2015a:3). Esse mesmo processo competitivo seria ainda responsável por gerar uma hierarquia entre as moedas que disputam a arena internacional.

---

<sup>15</sup> Por exemplo, vários dos colunistas do Financial Times usam a versão funcionalista da hierarquia.

Nas palavras de Cohen (2015:27), “*driven by competition, the process of internationalization produces a distinct hierarchy among currencies*” (Cohen 2015:27).

A segunda versão da HIM tem por base a teoria econômica pós-keynesiana da preferência pela liquidez. O foco dessa literatura é o impacto gerado pelo processo de internacionalização financeira sobre a estabilidade das economias periféricas. Para esses autores, o *ranking* internacional está diretamente relacionado ao prêmio de liquidez que cada uma oferece. Esse prêmio seria estável no curto prazo e função direta do “*degree of trust of international agents in the ability of this asset to fulfill the functions of international money*” (Orsi, 2019:31).

Na visão desses autores pós-keynesianos, as moedas nacionais se dividiriam ao longo de dois polos, formados por um centro e uma periferia, e formariam três classes. O dólar ocuparia o nível mais elevado da HIM – *key currency* – ao oferecer o prêmio de liquidez mais elevado. A segunda classe reuniria as moedas dos demais países centrais, que oferecem prêmios de liquidez elevados, mas inferiores ao do dólar. São ainda muito estáveis, já que seus emissores praticam uma política monetária crível para o mercado e apresentam estabilidade nas taxas de câmbio. A base da pirâmide seria composta por todas as moedas dos países periféricos, que seriam “*non-liquid currencies as they are incapable of performing the basic functions of money*” (De Paula et al., 2020:16).

Diante do exposto, percebe-se que as três versões da HIM apresentadas – funcionalista, pós-keynesiana e minskyana - guardam diferenças importantes entre si em pelo menos quatro áreas: base teórica, fonte da hierarquia, papel do mercado e papel do Estado. A versão funcionalista vê a hierarquia como um resultado da diferenciação de provedores de serviços financeiros internacionais em um ambiente de extrema concorrência. O mercado - particularmente a demanda - tem um papel central na determinação do *ranking* das moedas. Nesse contexto, o Estado aparece duplamente, como um demandante particular de serviços financeiros externos - moeda de referência para a taxa de câmbio, moeda de intervenção e moeda de suas reservas - ou como uma entidade que, na posição de emissor, precisa avaliar os prós e os contras entre estimular ou não o uso internacional da moeda que emite.

A versão pós-keynesiana vê a HIM como uma decorrência do prêmio de liquidez de cada uma delas. Desse ponto de vista, a satisfação de funções (demanda) é condição básica para uma moeda possa ser considerada minimamente líquida no mercado internacional. Entretanto, diferentemente da visão funcionalista, é relevante na formação do prêmio de liquidez o comportamento esperado do Estado emissor. Ele precisa adotar políticas monetárias críveis pelo mercado e ter compromisso com a estabilidade da taxa de câmbio e com a manutenção de uma taxa de inflação baixa.

A versão minskyana se diferencia das anteriores pela papel ocupado pela institucionalidade da moeda no sistema capitalista e, conseqüentemente, pela relevância da ação do Estado na sua criação e gestão. Desse ponto de vista, a HIM depende, em grande medida, da capacidade de cada país emissor conseguir lidar com as limitações estruturais impostas por sua Restrição de Sobrevivência Macro Externa.

Essa restrição os obriga a administrar atentamente o resultado corrente das entradas e saídas de dólares feitas por seus agentes nacionais. Qualquer desequilíbrio inesperado e relevante nesses fluxos pode gerar flutuações indesejadas da taxa de câmbio, ameaçando a estabilidade dos preços domésticos e o nível de atividade. Para tanto, os bancos centrais nacionais recorrem a mecanismos compensatórios (“liquidity cushions”) que podem variar do uso de linhas de crédito com bancos privados, passando mobilização direta de suas reservas internacionais e por empréstimos de organismos multilaterais ou do tesouro americano e do Fed.

A relevância do Estado aparece uma segunda vez na visão minskyana na definição das condições e das regras que comandam a formação da taxa de câmbio e o acesso de agentes externos e internos ao mercado de divisas. A projeção internacional de um sistema de pagamentos nacional é muito dependente dessa arquitetura. À guisa de exemplo, o yuan chinês, nos últimos anos, passou a ser transacionado em todo mundo graças aos esforços do BC e dos bancos públicos chineses para criar uma rede de compensação em praças internacionais relevantes. Essas medidas ampliaram o uso do renminbi junto a estrangeiros. Entretanto, esse processo de internacionalização segue muito limitado, na medida em que a China continua a adotar medidas muito restritivas à entrada e a saída de moeda estrangeira.

A internacionalização do real, em contraste, seguiu um caminho radicalmente diferente. O governo liberalizou bastante a conta de capital desde os anos 2000. Com isso, os agentes locais passaram a realizar operações no exterior sem muitos entraves – diferentemente do que acontece na China. Em contrapartida, o BC inibe a liquidez da moeda brasileira no exterior ao não permitir que bancos comerciais brasileiros conectem as praças internacionais que hoje já realizam operações em reais no exterior com o mercado cambial brasileiro. Essa interdição tem como foco preservar a liquidez do mercado de derivativos cambiais em reais no Brasil. Com isso, o BC pode intervir no mercado local de derivativos cambiais sem precisar realizar pagamentos em dólares – ou seja sem fragilizar a RS macro externa do país. Assim, os derivativos cambiais que envolvem reais não podem ser liquidados na moeda brasileira no exterior nem em dólares no Brasil. São todos do tipo *non-deliverable forward*.

Finalmente, a centralidade do papel do Estado na hierarquia internacional de moedas com base na RS dá foco ao tema do poder. A adesão de um Estado a uma determinada moeda estrangeira é uma decisão política relevante, na medida em que gera estruturalmente uma limitação importante a sua autonomia decisória – a Restrição de Sobrevivência Macro externa do país. Frente a uma limitação de balança de pagamentos, a última palavra em flexibilizar ou não a RS Externa micro e macro dos países estrangeiros que usam a sua moeda será do Estado que a emite, ou seja, do governo americano. Esse poder permanece mesmo no caso das nações que optam por moedas alternativas ao dólar. Os Estados emissores de moedas internacionais conversíveis estão todos sujeitos a um RS Macro na moeda americana. Nesse caso, haverá uma dupla subordinação, diretamente ao emissor da moeda alternativa escolhida e indiretamente aos EUA.

A experiência americana pós-1971 de emitir uma moeda internacional sem lastro é um exemplo historicamente único. A ruptura unilateral de Bretton Woods, na prática, eximiu Washington de se curvar a qualquer Restrição de Sobrevivência externa. Conseqüentemente, os capitais estrangeiros e, principalmente, os Estados que usam a moeda americana nas suas transações externas perderam um mecanismo direto e automático de pressão sobre os Estados Unidos.

## Considerações Finais

Minsky utilizou o conceito de Restrição de Sobrevivência pela primeira vez em sua tese de doutorado em 1954. Daí em diante, não fez mais uso dessa expressão explicitamente em seus trabalhos. Há autores que entendem que esse fato demonstra que o autor teria perdido interesse pela RS. Entretanto, o presente artigo parte de um entendimento diferente, comum a outros pensadores minskyanos. Segundo esse grupo, essa restrição continuou sendo um princípio basilar de toda a sua obra. Na prática, a RS está inclusive presente nas contribuições mais importantes de Minsky, tais como sua tipologia da fragilidade financeira e a hipótese da instabilidade financeira.

A partir da RS, o texto apresentou uma maneira minskyana de tratar a hierarquia das moedas no cenário internacional. Essa nova abordagem guarda diferenças marcantes com as alternativas funcionalista e a keynesiana da HIM. Seu foco são as assimetrias de poder entre os Estados.

No cenário internacional, desde 1971, os EUA não estão mais sujeitos às limitações de uma Restrição de Sobrevivência Externa. A conversibilidade compulsória em ouro, pactuada no Acordo de Bretton Woods (1944), era a principal forma de pressão que os demais governos tinham para limitar o poder emissor americano na arena internacional. Com o fim dessa limitação, os EUA passaram a ter um “privilégio exorbitante”, contra o qual só restou aos demais Estados recorrer a formas de pressão mais tênues, de natureza política. Entretanto, esse mecanismo de resposta só tem expressão se for acionado por um conjunto de países relevantes em conjunto com o setor privado - e em particular com o apoio dos bancos americanos. Na prática, “não há como correr do dólar”. Todas as moedas internacionais estão de alguma forma subordinadas à política monetária e à estratégia internacional de Washington.

Para os EUA, o fim da conversibilidade do dólar em ouro ampliou sobremaneira o raio de manobra de seus *policy-makers* no cenário internacional. Essa maior autonomia permitiu, a partir dos anos 2000, que Washington usasse o bloqueio ao uso da sua moeda por estrangeiros como sanção ou arma contra seus inimigos, no caso a Rússia e o Irã. A decisão dos Estados Unidos impedi-los de acessar seu sistema de pagamentos teve como resultado aumentar substancialmente a RS externa desses usuários, com impactos

negativos sobre suas economias. O efeito é similar ao de uma crise de balanço de pagamentos, com consequências domésticas deletérias sobre a inflação, o nível de emprego e renda e a estabilidade financeira (Torres, 2024).

A experiência recente de imposição pelos Estado Unidos de sanções monetárias como uma arma contra países inimigos, ilustra o poder que a posição de *key currency* no sistema monetário internacional moderno atribui a seu emissor. O objetivo da HIM minskyana exposta é, em particular, dar mais relevo às dimensões políticas no debate sobre a moeda internacional e sua hierarquia.

## Bibliografia

BIS - Bank of International Settlements (2022). BIS Triennial Central Bank Survey. Disponível em [https://www.bis.org/statistics/rpfx22\\_fx.htm](https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.htm).

Bezemer, D. (2021). Minsky's legacy: two strands, *Cambridge Journal of Economics*, Volume 45, Issue 2, March, Pages 391–409

Cohen, B. (2015). *Currency and Power*. Princeton University Press.

Cohen, B. (2015a). The Demise of the Dollar? *Revue de la Régulation*, Outono

De Paula, L. F; Fritz, B.; Prates, D. (2020). The metamorphosis of external vulnerability from 'original sin' to 'original sin redux': Currency Hierarchy and financial globalisation in emerging economies. Instituto de Economia da UFRJ, Texto para Discussão 033 | 2022

Eichengreen, B.; Arslanalp, S. e Simpson-Bell, C. (2022) The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies, IMF Working Paper 58/22, Fundo Monetário Internacional

Gatti D. e Gallegat, M. (1997) At the Root of the Financial Instability Hypothesis: "Induced Investment and Business Cycles", *Journal of Economic Issues*, 31:2, 527-534.

Kamin, S, e Sobel, M. (2024) The big threat to dollar dominance is American dysfunction. *Financial Times*, 10 de junho

Mcleay, M., Radia, A. e Thomas, R. (2014) *Money Creation in the Modern Economy*, Bank of England Quarterly Bulletin, 54 (1), 14-27

Mehrling, P. (2015) Elasticity and discipline in the global swap. Barnard College and INET. Disponível em <https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP27-Mehrling.pdf>.

Mehrling, P. (1999). The vision of Hyman P. Minsky. *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 39, p. 129-158, 1999

Minsky, H. (2016). *Can It Happen Again*. Routledge.

Minsky, H.P. (1967) Financial intermediation in the money and capital markets. In: Pontecorvo, G., Shay, R.P., e Hart, A.G., (Eds.), *Issues in Banking and Monetary Analysis*, Holt, Rinehart and Winston, New York, pp. 33–56



Minsky, Hyman P. (1954) “Induced Investment and Business Cycles.” PhD thesis, Harvard University. (Published 2000 as Induced Investment and Business Cycles. Cheltenham: Edward Elgar.)

Nielson, D. (2019) Minsky, key contemporary thinkers. Polity Press

Orsi, B. (2019). Currency Internationalisation and Currency Hierarchy in Emerging Economies: The Role of the Brazilian Real. Tese de Doutorado. Departamento de Economia da Universidade de Leeds. Reino Unido

[Papadimitriou, D.](#) (2004). Introduction: The financial fragility hypothesis: the offspring of 'Induced investment and business cycles', In Minsky, Hyman P. 1954. “Induced Investment and Business Cycles.” PhD thesis, Harvard University. (Publicado em 2000 em Induced Investment and Business Cycles. Cheltenham: Edward Elgar.)

Torres, E. (2024). A Bomba Dólar contra a Rússia funcionou em 2022 e 2023? Texto para Discussão 005. Instituto de Economia da UFRJ. Disponível em [https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2024/TD\\_IE\\_005\\_2024\\_TORRES%20FILHO.pdf](https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2024/TD_IE_005_2024_TORRES%20FILHO.pdf)

Torres, E. (2023). Fundamentos de Economia Financeira Moderna: Moeda, Restrição de Sobrevivência, Instabilidade, Regulação e Poder. Texto para Discussão 5. Instituto de Economia da UFRJ. Disponível em: [https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2023/TD\\_IE\\_005\\_2023\\_TORRES%20FILHO.pdf](https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2023/TD_IE_005_2023_TORRES%20FILHO.pdf)

Torres, E. (2018) Guerra, moeda e finanças. In: FIORI, J. L. (Org.). Sobre a Guerra. Petrópolis: Vozes, 2018. p. 259-289.

Stigum, M.; Crescenzi. A. (2007). Stigum’s money market. 4th ed. New York: McGraw-Hill.

Tooze, A. (2018) Crashed: how a decade of financial crises changed the world. Kindle Edition.

Wray, L. (2016) Why Minsky Matters: an introduction to the work of a maverick economist. Princeton University Press.