

HENRIQUE GOUVEIA MARTINS

Matrícula 12221ECO033

**O dólar segue hegemônico? Uma análise da desdolarização e seus impactos nos países
periféricos**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
2026**

HENRIQUE GOUVEIA MARTINS

Matrícula 12221ECO033

O dólar segue hegemônico? Uma análise da desdolarização e seus impactos nos países periféricos

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Economia.

Orientadora: Vanessa da Costa Val Munhoz

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
2026

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

HENRIQUE GOUVEIA MARTINS

Matrícula 12221ECO033

O dólar segue hegemônico? Uma análise da desdolarização e seus impactos nos países periféricos

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Economia.

Banca examinadora:

Uberlândia, 30 de Julho de 2026.

Profa. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz (Orientadora)

Prof. Dr. Ricardo José dos Santos

Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loral

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	5
1 DA DOLARIZAÇÃO À HIERARQUIA MONETÁRIA: PROCESSO HISTÓRICO E DESDOLARIZAÇÃO SOB A ÓTICA PÓS-KEYNESIANA	8
1.1 Considerações iniciais	8
1.2 Moeda, o princípio da demanda efetiva e instabilidade monetária internacional	9
1.3 A construção histórica da hegemonia do dólar: de Bretton Woods ao padrão dólar-flexível	11
1.4 Abordagens teóricas sobre a desdolarização e os desafios à supremacia do dólar	13
1.5 Hierarquia monetária, ciclos econômicos e políticas macroeconômicas nos países periféricos	16
1.5.1 Reflexões teóricas a respeito da desdolarização a partir de uma visão pós-keynesiana	16
1.5.2 A hierarquia monetária e seus efeitos sobre o desenvolvimento	17
2 RECONFIGURAÇÃO INTERNACIONAL DO PAPEL DO DÓLAR E A ASCENSÃO DA MOEDA CHINESA	20
2.1 Fatores internos e externos da desdolarização: a perspectiva das economias periféricas ..	20
2.1.1 Evolução histórica e determinantes estruturais da desdolarização	21
2.1.2 Análise dos dados e tendências recentes	24
2.2 A ascensão da moeda chinesa	28
2.2.1 A estratégia estatal de internacionalização do renminbi	29
2.2.2 A dimensão digital, o e-CNY e a Rota da Seda Digital	31
2.2.3 Limites e desafios à ascensão do renminbi	32
3 IMPACTOS DA DESDOLARIZAÇÃO NOS PAÍSES PERIFÉRICOS	33
3.1 Evidências empíricas a partir das estatísticas do BIS	34
3.1.1 A composição cambial da dívida das economias periféricas	34
3.1.2 Os indicadores de liquidez global e os ciclos do crédito em dólar	36
3.1.3 O giro cambial global e a persistência do dólar como moeda-chave	37
3.2 Vulnerabilidade cambial, pecado original restaurado e os limites da autonomia periférica	38
3.3 O dólar segue hegemônico?	40
CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
REFERÊNCIAS	45

INTRODUÇÃO

O sistema monetário internacional constituído após a Segunda Guerra Mundial organizou-se em torno de uma moeda. A Conferência de Bretton Woods, realizada em 1944 sob a liderança da proposta estadunidense, institucionalizou a posição privilegiada do dólar ao estabelecer sua paridade fixa com o ouro e a ancoragem das demais moedas à divisa americana (CASSA; COSSUL, 2025). A ruptura unilateral desse padrão, decretada por Richard Nixon em 1971, longe de eliminar a hegemonia monetária estadunidense, transformou-a qualitativamente, uma vez que a centralidade do dólar passou a repousar na profundidade e na resiliência dos mercados financeiros americanos, e não mais na conversibilidade metálica (CARNEIRO; DE CONTI, 2020). Consolidou-se, assim, o padrão dólar-flexível, no qual a função de reserva de valor da moeda-chave foi hipertrofiada, subordinando as demais funções monetárias e levando ao extremo o caráter hierarquizado do sistema (SERRANO, 2004; CARNEIRO; DE CONTI, 2020).

A partir da crise financeira de 2008, e de modo ainda mais intenso após a instrumentalização geopolítica da moeda evidenciada pelas sanções financeiras contra a Rússia e o Irã, o debate sobre a desdolarização da economia mundial ganhou renovada centralidade nas discussões acadêmicas e nas mesas internacionais (ARSLANALP; EICHENGREEN; SIMPSON-BELL, 2022; CASSA; COSSUL, 2025). Os dados da base *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* do Fundo Monetário Internacional registram um recuo da participação do dólar nas reservas alocadas, que passou de 64,7% em 2016 para 56,8% em 2025, ao passo que a ascensão econômica da China e a estratégia estatal de internacionalização do renminbi apresentam-se como a principal alternativa em construção (LEAL; MARÇAL, 2026; ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025). Para as economias periféricas, contudo, a questão transcende a composição dos portfólios de reservas. A posição subordinada ocupada por suas moedas na hierarquia monetária internacional impõe-lhes a acumulação defensiva de divisas fortes, o chamado fardo compulsório, contraface do privilégio exorbitante desfrutado pelo país emissor da moeda-chave, com custos fiscais permanentes e restrições relevantes à autonomia de política econômica (CARNEIRO; DE CONTI, 2020; PRATES, 2005).

Sob este contexto, o objetivo geral desta monografia é analisar o processo de desdolarização da economia mundial e seus impactos sobre as economias periféricas, a partir do referencial teórico pós-keynesiano da hierarquia monetária internacional.

Para alcançar esse propósito, quatro objetivos específicos foram estabelecidos. O primeiro consiste em resgatar os fundamentos teóricos sobre moeda, hierarquia monetária e instabilidade do sistema monetário internacional a partir de Keynes e da tradição pós-keynesiana, bem como reconstituir a construção histórica da hegemonia do dólar desde Bretton Woods até o padrão dólar-flexível. O segundo consiste em sistematizar os fatores externos e internos que impulsionam a desdolarização nas economias periféricas e examinar os dados recentes sobre a composição das reservas internacionais, distinguindo a realocação ativa de portfólio dos meros efeitos de valoração cambial. O terceiro consiste em examinar a estratégia estatal chinesa de internacionalização do renminbi, incluindo sua dimensão digital associada ao e-CNY e à Rota da Seda Digital, e identificar os limites estruturais dessa ascensão. O quarto consiste em verificar empiricamente, a partir das estatísticas do *Bank for International Settlements* (BIS), se e como a atual configuração do sistema financeiro internacional afeta as economias periféricas, com ênfase na vulnerabilidade cambial e no espaço de autonomia disponível ao Brasil.

A pergunta de pesquisa que orienta a investigação pode ser assim formulada. O dólar segue hegemônico? Em outros termos, em que medida o processo de desdolarização em curso altera efetivamente a posição da moeda estadunidense nas distintas funções monetárias internacionais e quais são suas implicações para a vulnerabilidade externa e para a autonomia macroeconômica das economias periféricas?

A hipótese que se busca sustentar é a de que a desdolarização em curso constitui um processo real, porém gradual, seletivo e concentrado nas camadas intermediárias e periféricas do sistema, sem alcançar o núcleo das funções monetárias internacionais, que permanece firmemente ancorado no dólar. Nessa leitura, a ascensão do renminbi configura um reposicionamento hierárquico de longo prazo e não uma substituição hegemônica iminente, ao passo que a subordinação monetária das economias periféricas não é superada, apenas se reproduz sob formas renovadas, sintetizadas na noção de pecado original restaurado, de modo que a diversificação de reservas e de parceiros financeiros amplia margens defensivas de autonomia sem alterar a posição do real na hierarquia de moedas.

Além desta introdução e das considerações finais, a monografia está organizada em três capítulos. O primeiro capítulo resgata as bases teóricas do debate, apresentando as contribuições de Keynes sobre a natureza da moeda e o princípio da demanda efetiva, a discussão pós-keynesiana sobre hierarquia monetária e assimetrias do sistema, a construção histórica da

hegemonia do dólar de Bretton Woods ao padrão dólar-flexível e as principais abordagens teóricas sobre a desdolarização e seus efeitos sobre as políticas macroeconômicas dos países periféricos. O segundo capítulo examina a reconfiguração internacional do papel do dólar e a ascensão da moeda chinesa, sistematizando os fatores externos e internos da desdolarização, analisando os dados recentes de composição das reservas internacionais e do caso brasileiro e investigando a estratégia estatal de internacionalização do renminbi, sua dimensão digital e seus limites estruturais. O terceiro capítulo realiza a verificação empírica dos argumentos construídos nos capítulos anteriores, mobilizando as estatísticas de títulos de dívida, os indicadores de liquidez global e a Pesquisa Trienal de Bancos Centrais do BIS para avaliar a composição cambial da dívida das economias periféricas, os ciclos do crédito em dólar e o giro cambial mundial, discutindo, ao final, a vulnerabilidade cambial, o pecado original restaurado e os limites da autonomia periférica.

1 DA DOLARIZAÇÃO À HIERARQUIA MONETÁRIA: PROCESSO HISTÓRICO E DESDOLARIZAÇÃO SOB A ÓTICA PÓS-KEYNESIANA

1.1 Considerações iniciais

O sistema monetário internacional contemporâneo tem como elemento central a predominância do dólar norte-americano como moeda de reserva, meio de troca e unidade de conta nas transações financeiras e comerciais globais. Essa configuração, forjada no contexto do pós-Segunda Guerra Mundial e consolidada ao longo das décadas seguintes, passou a ser crescentemente questionada a partir dos anos 2000, em especial após a crise financeira global de 2008, que expôs fragilidades estruturais do modelo vigente.

O debate acerca da desdolarização da economia mundial, entendido como o processo gradual de redução da dependência do dólar norte-americano nas transações internacionais e nas reservas cambiais dos países, como visto no *paper* do fundo monetário internacional *The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies*, tem ganhado renovado interesse teórico e prático. Esse fenômeno envolve desde a adoção de moedas alternativas em acordos bilaterais e multilaterais até a emergência de novos instrumentos e arquiteturas financeiras que desafiam a hegemonia monetária estadunidense.

A compreensão desse processo exige o resgate das bases teóricas que sustentam o debate sobre moedas internacionais, hierarquia monetária e o funcionamento do sistema monetário internacional. As abordagens heterodoxas, em especial a pós-keynesiana, oferecem ferramentas analíticas privilegiadas para a compreensão das dinâmicas de poder que permeiam as relações monetárias globais, uma vez que reconhecem a natureza endógena da moeda, a importância da incerteza e o papel das instituições na configuração dos sistemas econômicos.

De acordo com a proposta pós-keynesiana, o dólar não ocupa a posição de moeda dominante por razões meramente técnicas ou de eficiência de mercado. Sua supremacia reflete relações de poder historicamente construídas, que envolvem a capacidade dos Estados Unidos de exercer influência sobre os demais países por meio de instrumentos financeiros, comerciais, militares e diplomáticos. Essa perspectiva, tributária das contribuições de Keynes sobre a natureza da moeda e do Estado, permite compreender a desdolarização não apenas como um

fenômeno econômico, mas como uma expressão das transformações em curso na ordem geopolítica mundial.

O objetivo deste capítulo é resgatar as bases teóricas do debate sobre o papel do dólar como moeda de reserva no sistema monetário internacional e as perspectivas de desdolarização. Dessa forma, além desta introdução, o capítulo trata dos fundamentos teóricos sobre moeda, da discussão sobre hierarquia monetária e analisa o sistema monetário internacional, a partir de Keynes e dos pós-keynesianos. Em seguida, discute-se a construção histórica da hegemonia do dólar, desde os acordos de Bretton Woods até o padrão dólar-flexível. Por fim analisa as abordagens teóricas sobre a desdolarização e os desafios à supremacia do dólar.

1.2 Moeda, o princípio da demanda efetiva e instabilidade monetária internacional

A compreensão do papel do dólar no sistema monetário internacional pressupõe o entendimento das contribuições de Keynes sobre a natureza da moeda e suas implicações macroeconômicas. Para Keynes, a moeda não é um simples véu sobre as transações reais, como postulava a teoria quantitativa clássica, mas um ativo que possui atributos específicos (em especial a liquidez) que lhe conferem um papel determinante na dinâmica econômica capitalista.

Em sua obra "A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda" (TG), publicada em 1936, Keynes demonstrou que as economias monetárias de produção operam em condições de incerteza fundamental, nas quais as decisões de gasto e acumulação de ativos são intermediadas pelas expectativas dos agentes econômicos. Nesse contexto, a moeda desempenha um papel dual: ao mesmo tempo em que viabiliza as trocas e os contratos, ela pode ser retida como reserva de valor, drenando demanda do circuito produtivo e gerando insuficiência de demanda efetiva.

A instabilidade inerente ao sistema monetário internacional foi reconhecida pelo próprio Keynes. Em suas propostas para a Conferência de Bretton Woods, ele defendeu a criação de uma câmara de compensação internacional, o Bancor, que substituisse qualquer moeda nacional no papel de divisa de reserva. Segundo ele, a dependência do sistema internacional em relação a uma moeda nacional específica criaria contradições estruturais, pois o país emissor seria simultaneamente pressionado a fornecer liquidez ao sistema e a manter o equilíbrio em seu balanço de pagamentos, dilema que ficaria conhecido como o Paradoxo de Triffin.

O princípio da demanda efetiva, desenvolvido no terceiro capítulo da TG, é central para a compreensão das implicações macroeconômicas do sistema monetário internacional. Segundo Keynes, o nível de emprego e produção de uma economia é determinado pela demanda efetiva, definida como o ponto de interseção entre as funções de oferta e demanda agregadas. A demanda efetiva é composta pelo consumo (D1) e pelo investimento (D2), cujas flutuações são amplificadas pela instabilidade das expectativas dos empresários.

No plano internacional, os desequilíbrios nos balanços de pagamentos e as flutuações cambiais afetam diretamente o nível de demanda efetiva das economias nacionais. Um país que acumula déficits persistentes no balanço de pagamentos enfrenta pressões contracionistas que podem reduzir o emprego e a produção. Nesse contexto, a disponibilidade de reservas em moedas internacionalmente aceitas, em particular o dólar, torna-se um elemento determinante para a capacidade dos governos de implementar políticas anticíclicas e sustentar a demanda efetiva.

De acordo com Keynes, a economia capitalista não tende naturalmente ao pleno emprego, pois o ponto de demanda efetiva não coincide necessariamente com o nível de produção que absorve toda a força de trabalho disponível. Essa análise se estende ao sistema monetário internacional, assim como o desemprego involuntário é uma condição persistente das economias nacionais, os desequilíbrios monetários internacionais são uma manifestação estrutural do capitalismo global, que requer intervenção institucional para ser mitigada.

A escola pós-keynesiana, ao aprofundar e desenvolver o legado de Keynes, contribuiu significativamente para a compreensão da hierarquia monetária internacional. A análise keynesiana foi ampliada para o plano das relações monetárias internacionais, destacando como a assimetria entre as moedas centrais e periféricas reproduz e aprofunda as desigualdades econômicas entre os países.

Para os pós-keynesianos, a distinção entre moedas de reserva e moedas periféricas não é meramente técnica, mas reflete uma hierarquia de poder que condiciona as possibilidades de desenvolvimento econômico dos países. O país emissor da moeda de reserva desfruta de um "privilegio exorbitante", expressão cunhada pelo ministro francês Valéry Giscard d'Estaing nos anos 1960, que lhe permite financiar déficits externos sem as restrições que afetam os demais países, enquanto estes são obrigados a acumular reservas na moeda dominante como seguro contra crises cambiais.

1.3 A construção histórica da hegemonia do dólar: de Bretton Woods ao padrão dólar-flexível

A supremacia do dólar como moeda de reserva internacional não foi um processo natural ou inevitável, mas resultado de uma construção histórica que combinou poder econômico, capacidade militar e habilidade diplomática dos Estados Unidos. Compreender essa trajetória é fundamental para avaliar as possibilidades e limitações do processo de desdolarização em curso.

O marco fundador do sistema monetário internacional contemporâneo foi a Conferência de Bretton Woods, realizada em julho de 1944, na qual representantes de 44 países negociaram as bases da ordem econômica do pós-guerra. O sistema resultante, que vigorou até 1971, estabeleceu o dólar como a moeda de referência do sistema internacional, com paridade fixa ao ouro na razão de 35 dólares por onça troy. As demais moedas ficaram atreladas ao dólar em regimes de câmbio fixo, com possibilidade de ajuste apenas em casos de desequilíbrios fundamentais no balanço de pagamentos.

É importante ressaltar que o sistema de Bretton Woods representou uma vitória da proposta norte-americana, liderada por Harry Dexter White, sobre a proposta britânica, defendida por Keynes. Este, como visto na seção anterior, havia proposto a criação do Bancor, uma moeda supranacional administrada por uma câmara de compensação internacional, que distribuiria os ajustes de desequilíbrios tanto pelos países deficitários quanto pelos países superavitários. A recusa dessa proposta perpetuou a assimetria que Keynes havia identificado como fonte de instabilidade onde os países deficitários são forçados a ajustar suas economias, enquanto os superavitários, em especial os Estados Unidos, podem financiar seus déficits emitindo a própria moeda de reserva.

A posição privilegiada dos Estados Unidos no sistema de Bretton Woods refletia sua preponderância econômica no imediato pós-guerra: o país detinha aproximadamente 70% das reservas mundiais de ouro e respondia por cerca de metade da produção industrial global. Essa preponderância conferiu ao dólar a credibilidade necessária para cumprir as funções de moeda internacional, uma vez que os demais países tinham confiança na capacidade dos EUA de honrar a conversibilidade ao ouro.

No entanto, o próprio sucesso do sistema de Bretton Woods continha as sementes de sua crise. À medida que as economias europeias e japonesa se recuperavam e acumulavam reservas em dólares, aumentava o passivo externo norte-americano em relação às suas reservas de ouro, o chamado Paradoxo de Triffin. Em 1960, o economista belga-americano Robert Triffin alertou que o sistema era estruturalmente instável: se os EUA reduzissem o déficit em conta corrente, a liquidez internacional seria insuficiente, se mantivessem o déficit, a confiança na conversibilidade do dólar ao ouro seria progressivamente perdida.

A crise do sistema de câmbio fixo de Bretton Woods culminou com a decisão do presidente Richard Nixon, em agosto de 1971, de suspender unilateralmente a conversibilidade do dólar ao ouro, o chamado "choque Nixon". Essa decisão desmantelou o pilar metálico do sistema monetário internacional e inaugurou a era do padrão dólar-flexível, caracterizada por taxas de câmbio flutuantes entre as principais moedas e pela manutenção do dólar como moeda de reserva dominante, agora ancorado não mais no ouro, mas na força econômica, financeira e militar dos Estados Unidos.

A paradoxal sobrevivência da hegemonia do dólar após o fim de Bretton Woods é um dos fenômenos mais estudados pela economia política internacional. Eichengreen (2011) destaca que o dólar continuou sendo preferido como reserva de valor pelos demais países devido à profundidade e liquidez do mercado de títulos do Tesouro norte-americano, à inexistência de alternativas credíveis e à inércia das redes de transações internacionais.

A consolidação do sistema petrodólar na década de 1970 foi um elemento adicional que reforçou a hegemonia monetária americana após o fim de Bretton Woods. O acordo entre os Estados Unidos e a Arábia Saudita, pelo qual o petróleo seria precificado exclusivamente em dólares em troca de garantias de segurança, criou uma demanda artificial permanente por dólares no mercado internacional. Como o petróleo é o principal insumo energético do capitalismo moderno, qualquer país que pretendesse importá-lo precisaria, necessariamente, manter reservas em dólares, perpetuando a centralidade da moeda americana no sistema monetário internacional.

A crise financeira global de 2008, ao expor as fragilidades do sistema financeiro norte-americano e a insustentabilidade dos desequilíbrios globais acumulados sob a hegemonia do dólar, reacendeu o debate sobre a reforma do sistema monetário internacional e a possibilidade de desdolarização. O então governador do Banco do Povo da China, Zhou Xiaochuan, publicou

em 2009 o artigo “Reform the International Monetary System” em que defendia a adoção dos Direitos Especiais de Saque (Special Drawing Rights, cuja sigla em inglês é SDR) do Fundo Monetário Internacional como moeda de reserva supranacional, em linha com a proposta original de Keynes para o Bancor, sinal inequívoco de que as tensões identificadas pelo economista britânico décadas antes continuavam a se manifestar.

1.4 Abordagens teóricas sobre a desdolarização e os desafios a supremacia do dólar

O debate teórico sobre a desdolarização da economia mundial pode ser organizado em torno de três grandes vertentes analíticas: a abordagem das teorias da estabilidade hegemônica, a abordagem da hierarquia monetária internacional de tradição pós-keynesiana e as abordagens institucionalistas e da economia política internacional. Cada uma dessas vertentes oferece contribuições distintas para a compreensão do fenômeno e das possibilidades de transformação da ordem monetária global.

A teoria da estabilidade hegemônica (KINDLEBERGER, 1973), argumenta que a estabilidade do sistema monetário e financeiro internacional requer a presença de uma potência hegemônica disposta e capaz de exercer as funções de prestamista de última instância, provedor de liquidez e mantenedor das regras do jogo. Nessa perspectiva, a hegemonia do dólar seria uma condição necessária para a estabilidade do sistema, e qualquer processo de desdolarização, entendido como declínio da potência hegemônica, resultaria em maior instabilidade e fragmentação.

Os pós-keynesianos, por sua vez, oferecem uma perspectiva crítica da hegemonia monetária norte-americana. Para essa escola, a hierarquia monetária internacional não é um arranjo neutro ou benevolente, mas uma estrutura de poder que perpetua assimetrias entre países centrais e periféricos. Autores como Carneiro (2008), Prates (2005) e Serrano (2004) demonstram como a posição do dólar no topo da pirâmide monetária global confere aos Estados Unidos uma capacidade sem precedentes de financiar déficits externos, impor políticas macroeconômicas aos países periféricos por meio de condicionalidades do FMI e do Banco Mundial, e extrair renda monetária das demais nações.

De acordo com essa abordagem, a desdolarização não é simplesmente um processo de substituição técnica de uma moeda por outra nos portfólios de reservas dos bancos centrais.

Trata-se de uma transformação na estrutura de poder do capitalismo global, que envolve a disputa pelo controle sobre os mecanismos de criação de liquidez internacional e a capacidade de definir as regras que governam as transações financeiras e comerciais entre os países. Nesse sentido, a ascensão econômica da China e de outros países emergentes, ao questionar a preponderância norte-americana, é um dos principais motores do processo de desdolarização em curso.

A escola pós-keynesiana também contribui com uma análise das condições necessárias para que uma moeda possa aspirar ao status de reserva internacional. Inspirando-se nas categorias desenvolvidas por Keynes, autores como Cohen (2004) identificam três atributos fundamentais sendo o primeiro que a moeda deve ser amplamente aceita como meio de pagamento nas transações internacionais, deve ser utilizada como unidade de conta nos contratos e nas cotações de commodities, e deve ser capaz de preservar o valor ao longo do tempo, funcionando como reserva de valor confiável. A combinação desses atributos exige, por sua vez, que o país emissor disponha de mercados financeiros profundos e líquidos, de instituições sólidas e de uma economia robusta e diversificada.

Nesse contexto, as perspectivas de desdolarização devem ser avaliadas em face das características das moedas que se apresentam como alternativas ao dólar. O yuan chinês, ou renminbi, é apontado como o principal candidato a moeda de reserva alternativa no longo prazo, dada a dimensão e o dinamismo da economia chinesa. No entanto, analistas como Eichengreen (2011) e Cohen (2004) apontam que a plena internacionalização do yuan esbarra em obstáculos significativos: a ausência de plena conversibilidade da conta de capital, a limitada liquidez dos mercados financeiros chineses, a falta de independência do banco central e a desconfiança de investidores estrangeiros em relação ao Estado de Direito na China.

Outras alternativas ao dólar têm sido discutidas no debate teórico e nas negociações internacionais. O euro, criado em 1999, é a segunda moeda mais utilizada como reserva internacional, respondendo por cerca de 20% das reservas globais. No entanto, as crises da dívida soberana na zona do euro revelaram fragilidades estruturais do projeto de integração monetária europeia, limitando suas possibilidades de expansão como moeda de reserva global. Os Direitos Especiais de Saque do FMI, compostos por uma cesta de moedas que inclui o dólar, o euro, o yuan, a libra esterlina e o iene japonês, são apontados como uma possível moeda supranacional de reserva, recuperando a proposta original de Keynes, mas sua efetiva adoção

como substituto do dólar depende de reformas profundas na governança do sistema monetário internacional.

O debate sobre a desdolarização não se limita à questão das reservas cambiais dos bancos centrais. Ele se estende ao padrão de faturamento do comércio internacional, à denominação dos contratos financeiros globais e à utilização do sistema SWIFT¹ de mensageria financeira. A imposição de sanções econômicas pelos Estados Unidos, que utiliza o dólar e o sistema financeiro internacional como instrumentos de pressão geopolítica, tem acelerado os esforços de países como China, Rússia, Irã e outros para desenvolver sistemas alternativos de pagamento e reduzir sua exposição à jurisdição do dólar.

Para a abordagem pós-keynesiana, o processo de desdolarização reflete as contradições estruturais do sistema monetário internacional identificadas por Keynes décadas atrás. A centralidade de uma moeda nacional no sistema internacional cria assimetrias insustentáveis que periodicamente geram crises. A questão que se coloca não é se o dólar perderá sua posição hegemônica, mas em que condições e com que velocidade esse processo ocorrerá, e quais serão as implicações para a estabilidade da economia mundial e as possibilidades de desenvolvimento dos países periféricos.

Minsky e seus seguidores argumentam que a estabilidade financeira é intrinsecamente transitória no capitalismo, pois os períodos de prosperidade geram o acúmulo de fragilidades que, eventualmente, desencadeiam crises. Essa perspectiva pode ser aplicada ao sistema monetário internacional, em que a hegemonia do dólar gerou desequilíbrios globais que se acumularam ao longo das décadas, tornando o sistema progressivamente mais frágil. A crise financeira internacional de 2008/2009 pode ser interpretada como uma manifestação desses desequilíbrios, e o processo de desdolarização em curso como uma resposta estrutural a essa fragilidade.

Do ponto de vista das políticas públicas, a abordagem pós-keynesiana sugere que os países periféricos, como o Brasil, têm interesse em promover a diversificação das reservas internacionais, a utilização de suas próprias moedas nos acordos bilaterais e regionais e a redução da dependência do dólar nos contratos de comércio exterior. Essas políticas

¹ O sistema SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) é a maior rede global de mensagens financeiras do mundo, permitindo que bancos em mais de duzentos países enviem instruções seguras e padronizadas sobre transferências de recursos entre si.

contribuiriam para ampliar a autonomia macroeconômica desses países, reduzindo sua vulnerabilidade às flutuações da política monetária norte-americana e às sanções financeiras imposta pelos Estados Unidos.

1.5 Hierarquia

monetária, ciclos econômicos e políticas macroeconômicas nos países periféricos

1.5.1 Reflexões teóricas a respeito da desdolarização a partir de uma visão pós-keynesiana

A teoria pós-keynesiana tem desempenhado um papel fundamental na análise crítica do sistema monetário internacional e no desenvolvimento de propostas alternativas para sua reforma. Neste contexto, esta subseção propõe uma reflexão sobre a desdolarização a partir da perspectiva desta escola. Mais especificamente, será examinado como a desdolarização tem sido interpretada na busca de soluções mais equitativas para o sistema monetário global.

O sistema monetário internacional baseado no dólar é alvo de críticas por economistas heterodoxos que argumentam que ele cria assimetrias estruturais entre os países centrais e periféricos, além de amplificar a instabilidade financeira global. A realidade histórica tem corroborado esse ponto de vista: crises cambiais, crises de dívida externa e crises financeiras sistêmicas têm sido recorrentes desde o fim de Bretton Woods, afetando de forma desproporcional os países periféricos.

Embora o foco principal de Keynes fosse o pleno emprego doméstico, suas ideias sobre o sistema monetário internacional foram proféticas. Em suas propostas para Bretton Woods, ele identificou com precisão as contradições de um sistema baseado em uma moeda nacional como reserva internacional, e a inevitabilidade das crises que esse arranjo geraria. A subsequente história do sistema monetário internacional, marcada pela crise de 1971, pela crise da dívida dos anos 1980, pelas crises emergentes dos anos 1990 e pela crise global de 2008, confirmou as previsões de Keynes.

Para a abordagem pós-keynesiana, a desdolarização não é simplesmente um processo de ajuste técnico, mas uma transformação da estrutura de poder do capitalismo global. Serrano(2004) argumenta que o padrão dólar-flexível, vigente desde 1971, é uma forma de imperialismo monetário que confere aos Estados Unidos a capacidade de financiar déficits

externos indefinidamente à custa dos demais países. A desdolarização, nessa perspectiva, representaria uma redistribuição do poder monetário global, análoga à redistribuição de renda que Keynes propunha no plano doméstico por meio da política fiscal e tributária.

A ascensão do yuan chinês como moeda de reserva alternativa é interpretada pelos pós-keynesianos como uma manifestação das tensões acumuladas no sistema monetário internacional. Palley (2020) destaca que a China tem utilizado instrumentos variados, acordos de *swap* cambial bilateral, denominação do comércio em yuan, criação de sistemas alternativos de pagamento, para ampliar progressivamente a utilização internacional de sua moeda. No entanto, o processo é gradual e enfrenta resistências, pois a inércia das redes de transações internacionais favorece a continuidade do uso do dólar.

O processo de desdolarização tem implicações importantes para a governança econômica global. Uma eventual substituição do dólar por uma cesta de moedas ou por uma moeda supranacional exigiria reformas profundas nas instituições de Bretton Woods, FMI e Banco Mundial, e no sistema de votação que governa essas organizações. Os países emergentes, em especial China, Brasil, Índia e outros membros do BRICS, têm demandado maior representatividade nessas instituições como condição para legitimar qualquer reforma do sistema monetário internacional.

Em síntese, este capítulo realizou uma análise das abordagens pós-keynesianas sobre a desdolarização e o sistema monetário internacional. Destacou-se a importância da hierarquia monetária como elemento estruturante das relações econômicas internacionais, a instabilidade inerente ao sistema baseado no dólar e as possibilidades e limitações do processo de desdolarização em curso. As ideias de Keynes sobre a necessidade de uma moeda supranacional de reserva continuam relevantes e oferecem um referencial teórico valioso para pensar a reforma do sistema monetário internacional.

1.5.2 A hierarquia monetária e seus efeitos sobre o desenvolvimento

O sistema monetário internacional é inerentemente hierárquico, organizado em torno de uma moeda-chave que ocupa o topo da pirâmide monetária global. Essa moeda-chave sendo historicamente a libra esterlina até a Primeira Guerra Mundial e, posteriormente, o dólar norte-americano, é aceita universalmente como reserva de valor, meio de pagamento e unidade de

conta nas transações internacionais. Sua supremacia não decorre de propriedades intrínsecas, mas das relações de poder que estruturam o sistema capitalista mundial.

A hierarquia monetária internacional tem efeitos profundos sobre as possibilidades de desenvolvimento econômico dos países periféricos. Na base da pirâmide monetária global encontram-se as moedas dos países em desenvolvimento, cujos títulos públicos e privados são considerados ativos de risco pelos investidores internacionais. Essa posição hierárquica subordinada impõe restrições significativas à política econômica desses países, em particular à sua capacidade de implementar políticas fiscais e monetárias anticíclicas.

De acordo com Prates(2005), a assimetria monetária internacional se manifesta em pelo menos três dimensões, a assimetria financeira, que se reflete nas diferenças de risco percebido entre os ativos emitidos em moedas centrais e periféricas, a assimetria macroeconômica, que se traduz em maior volatilidade cambial, maiores taxas de juros e menor autonomia de política monetária para os países periféricos, e a assimetria monetária *stricto sensu*, que consiste na ausência de demanda internacional pelas moedas periféricas como reserva de valor.

Carneiro (2008) demonstra como essa hierarquia monetária reproduz e aprofunda as assimetrias do desenvolvimento capitalista entre centro e periferia. Os países centrais, emissores de moedas internacionalmente aceitas, podem financiar déficits externos em suas próprias moedas, enquanto os países periféricos precisam acumular reservas em moedas fortes, em especial o dólar, para garantir sua solvência externa. Essa necessidade de acumulação de reservas implica uma transferência permanente de recursos reais dos países periféricos para os centrais, perpetuando a dependência.

Sob essa ótica, as assimetrias monetárias geram repercussões profundas para a condução das políticas macroeconômicas dos países periféricos. Diante da reduzida autonomia da política monetária nessas economias, cuja vulnerabilidade decorre da posição subordinada de suas moedas na hierarquia global, a vertente pós-keynesiana argumenta que a política fiscal passa a desempenhar um papel fundamental na regulação do ciclo econômico. Conforme aponta a literatura (DAVIDSON, 1994; LEAL, 2025), em um sistema estruturalmente assimétrico, os gastos públicos e as políticas sociais deixam de ser meros corretores de falhas de mercado e passam a ser instrumentos essenciais para sustentar o pleno emprego e construir uma demanda interna robusta, mitigando, em última instância, a dependência e a volatilidade associadas aos fluxos de capitais internacionais denominados em dólares.

Nesse contexto, a desdolarização pode ser compreendida também como uma estratégia de autonomia macroeconômica para os países periféricos. Ao reduzir a dependência do dólar nas transações internacionais, esses países podem ampliar seu espaço de política e implementar políticas anticíclicas mais eficazes, sem as restrições impostas pela necessidade de defender a paridade cambial em relação ao dólar ou de manter elevadas reservas na moeda americana.

2 RECONFIGURAÇÃO INTERNACIONAL DO PAPEL DO DÓLAR E A ASCENSÃO DA MOEDA CHINESA

2.1 Fatores internos e externos da desdolarização: a perspectiva das economias periféricas

A transição do Sistema Monetário Internacional não constitui um processo linear ou determinístico, mas sim uma reconfiguração estrutural resultante das contradições acumuladas entre a capacidade de sustentação da hegemonia monetária estadunidense e as crescentes vulnerabilidades macroeconômicas das economias periféricas. Como argumentado no capítulo anterior, a hierarquia monetária internacional não é meramente um arranjo técnico de preferências de portfólio, mas um mecanismo de transferência de recursos e de assimetria de autonomia que condiciona as trajetórias de desenvolvimento dos países do Sul Global (CARNEIRO, 2008; PRATES, 2005; CARNEIRO; DE CONTI, 2020).

Compreendida em termos amplos como a redução da dependência do dólar em suas distintas funções, sendo elas meio de pagamento em transações transfronteiriças, unidade de conta e, sobretudo, principal ativo de reserva, a desdolarização transcende o debate sobre a eficiência alocativa das reservas internacionais para se constituir como uma estratégia de reposicionamento das economias periféricas na hierarquia de moedas. Para esses países, a redução da exposição ao dólar representa simultaneamente uma necessidade estrutural, associada à mitigação dos custos do chamado fardo compulsório descrito por Carneiro e De Conti (2020), e uma afirmação de soberania, vinculada à autonomia frente às sanções financeiras e aos transbordamentos da política monetária dos Estados Unidos (LEAL; MARÇAL, 2026).

Para fins analíticos, os determinantes da desdolarização podem ser organizados em duas dimensões interdependentes. Os fatores externos referem-se às condições sistêmicas que, originadas fora do controle das economias periféricas, criam incentivos para a diversificação sendo algumas delas a instrumentalização geopolítica da moeda, os ciclos de liquidez global e a emergência de uma ordem multipolar. Os fatores internos, por sua vez, dizem respeito às estratégias deliberadas de redução de vulnerabilidade e de construção de infraestruturas alternativas, como a integração regional, a bilateralização do comércio e a diversificação das reservas. A primeira subseção reconstitui a evolução histórica que conduziu a essa conjuntura

e sistematiza tais determinantes, a segunda examina os dados recentes sobre a composição das reservas, distinguindo as mudanças estruturais dos efeitos meramente conjunturais.

2.1.1 Evolução histórica e determinantes estruturais da desdolarização

A consolidação da hegemonia do dólar no pós-guerra.

A dominância do dólar no SMI não resultou de uma seleção espontânea de mercado, mas de uma configuração geopolítica específica. A Conferência de Bretton Woods reunindo 44 países sob a liderança da proposta estadunidense de Harry White, institucionalizou a posição privilegiada da moeda americana ao estabelecer uma paridade fixa entre o dólar e o ouro e a ancoragem das demais moedas ao dólar (CASSA; COSSUL, 2025). Esse arranjo, somado ao fato de os Estados Unidos concentrarem então cerca de dois terços das reservas mundiais de ouro, conferiu ao país o que ficou conhecido como privilégio exorbitante, permitindo-lhe financiar déficits externos por meio da emissão de uma moeda de aceitação internacional (EICHENGREEN, 2019).

A ruptura unilateral do padrão dólar-ouro, decretada por Richard Nixon em 1971, longe de eliminar a hegemonia monetária estadunidense, transformou-a qualitativamente. No regime de câmbio flutuante que se seguiu, o dólar manteve sua centralidade não mais pela conversibilidade metálica, mas pela profundidade e resiliência dos mercados financeiros americanos, que isoladamente, respondem por cerca de 40% do conjunto dos mercados de capitais mundiais (CARNEIRO; DE CONTI, 2020). Nesse novo contexto, marcado pela financeirização do capitalismo, a função de reserva de valor da moeda-chave foi hipertrofiada, subordinando as demais funções monetárias e levando ao paroxismo o caráter hierarquizado do sistema (CARNEIRO; DE CONTI, 2020).

A esse arranjo financeiro somou-se um pilar energético. Diante da desvalorização do dólar e da inflação do início dos anos 1970, a estratégia estadunidense voltou-se a lastrear a moeda no petróleo onde a manutenção da cotação do petróleo é feita exclusivamente em dólares, os chamados petrodólares, obrigava grande parte dos países a acumular a moeda americana para viabilizar suas importações de energia e seu comércio exterior (CASSA; COSSUL, 2025). Estima-se que esse mecanismo ajudou a explicar por que cerca de 70% do comércio mundial permanece denominado em dólar, ainda que as exportações dos Estados Unidos representem aproximadamente um terço desse total de acordo com dados do texto (CLARK, 2005 apud CASSA; COSSUL, 2025)

A capacidade de exercer essa hegemonia ficou particularmente evidente a partir de 1979, com a chamada diplomacia do dólar forte conduzida por Paul Volcker à frente do Federal Reserve. A elevação abrupta das taxas de juros americanas restaurou a confiança na moeda, mas promoveu uma fuga de capitais que levou ao default (calote da dívida) de boa parte da periferia capitalista ao longo da década de 1980 (CARNEIRO; DE CONTI, 2020). O padrão se repetiria nas crises do México (1994), do Sudeste Asiático (1997), da Rússia (1998) e do Brasil (1999), todas marcadas por reversões súbitas dos fluxos de capitais e por crises cambiais de origem externa (CARNEIRO; DE CONTI, 2020; LEAL; MARÇAL, 2026). É justamente essa experiência recorrente de vulnerabilidade que constitui o determinante estrutural primário da desdolarização onde para se protegerem dos ciclos de liquidez sobre os quais não têm ingerência, as economias periféricas passaram a acumular volumosas reservas em dólar como um seguro autoimposto, imobilizando recursos que poderiam financiar o desenvolvimento (PRATES, 2005).

Foi, contudo, apenas após a crise financeira de 2008 que o debate sobre a desdolarização ganhou centralidade nas mesas internacionais. A crise expôs a fragilidade do sistema bancário americano e a disfuncionalidade de uma arquitetura financeira centralizadora do dólar, dando força ao argumento de que, quanto mais multipolar a economia mundial, mais diverso deveria ser seu sistema monetário (EICHENGREEN, 2011 apud CASSA; COSSUL, 2025). A partir desse marco, os fatores que impulsionam a desdolarização nas economias periféricas podem ser sistematizados nas duas dimensões a seguir.

Fatores externos: a geopolítica da desdolarização.

- (i) **A armamentização financeira e o risco jurisdicional.** A exclusão da Rússia de mecanismos como o SWIFT em 2022 e o histórico de sanções financeiras contra o Irã evidenciaram uma transformação qualitativa no uso do dólar como instrumento de coerção política (CASSA; COSSUL, 2025; LEAL; MARÇAL, 2026). Para economias que não se alinham integralmente à política externa estadunidense, a manutenção de reservas em dólar deixa de ser apenas um ativo financeiro e passa a representar um passivo político, uma exposição a riscos jurisdicionais, como o congelamento de ativos, que transcende a volatilidade cambial tradicional. Esse fenômeno, intensificado pelo uso instrumental da moeda e pelo tarifação observados na segunda gestão de Donald Trump, cria um incentivo estrutural à diversificação (LEAL; MARÇAL, 2026).

(ii) Os ciclos de liquidez global e os transbordamentos monetários. As decisões de política monetária do Federal Reserve produzem efeitos de transbordamento (*spillovers*) que desestabilizam as economias periféricas, onde é observado em fases de expansão, fluxos especulativos inflam ativos locais e apreciam as moedas, já em fases de contração, a reversão abrupta gera crises cambiais e de balanço de pagamentos (CARNEIRO; DE CONTI, 2020). Esse padrão cíclico, conforme discutido no capítulo anterior, reforça a acumulação defensiva de reservas e mantém viva a busca por mecanismos de liquidação que reduzam a dependência do polo emissor da moeda-chave.

(iii) A multipolaridade geopolítica e a emergência de potências rivais. A ascensão da China como potência econômica e financeira, acompanhada da reafirmação de outros atores do Sul Global, configurou um contexto de competição multipolar que desafia a unipolaridade estadunidense. A criação de instituições como o Novo Banco de Desenvolvimento (NDB) e o Arranjo Contingente de Reservas (CRA)² no âmbito do BRICS expressa a tentativa de construir infraestruturas financeiras que operem de forma relativamente independente do sistema do dólar (CASSA; COSSUL, 2025).

Fatores internos: as estratégias de autonomia das economias periféricas.

(i) A integração regional e os blocos alternativos. A expansão do BRICS, com a incorporação de Arábia Saudita, Egito, Etiópia, Irã e Emirados Árabes Unidos no processo iniciado em 2024, representa a tentativa de constituir um contrapeso à ordem ocidental (CASSA; COSSUL, 2025). O NDB, instituído em 2014 com capital subscrito de US\$ 50 bilhões (sendo US\$ 10 bilhões integralizados) e classificação de crédito AA+, distingue-se por financiar projetos sem as condicionalidades estruturais típicas do FMI e do Banco Mundial e por incentivar a captação e o desembolso em moedas locais, traduzindo a agenda de desdolarização em instrumentos concretos (CASSA; COSSUL, 2025).

2 O Novo Banco de Desenvolvimento (NDB), criado em 2014 pelos países do BRICS, financia projetos de infraestrutura e desenvolvimento sustentável e incentiva a captação e o desembolso em moedas locais, sem as condicionalidades típicas do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial. O Arranjo Contingente de Reservas (CRA) é o mecanismo de proteção financeira do bloco, que disponibiliza liquidez em moeda estrangeira aos países-membros diante de pressões no balanço de pagamentos, funcionando como alternativa às linhas de socorro do Fundo Monetário Internacional.

(ii) A bilateralização do comércio e o uso de moedas locais. A internacionalização do renminbi e a multiplicação de acordos de liquidação em moedas locais constituem uma desdolarização, a partir das relações comerciais bilaterais, antes de qualquer substituição sistêmica formal. A inclusão do renminbi na cesta de Direitos Especiais de Saque (DES) do FMI, em 2016, foi um marco simbólico desse movimento (CASSA; COSSUL, 2025). Iniciativas como o BRICS Pay³ e os sistemas de mensagens e pagamentos desenvolvidos por Rússia (SPFS) e China (CIPS) ampliam a infraestrutura disponível para liquidações que prescindem do dólar (CASSA; COSSUL, 2025).

(iii) A diversificação das reservas e o retorno ao ouro. Um indicador revelador da mudança nas preferências de portfólio dos bancos centrais periféricos é o aumento das posições em ouro e em moedas não tradicionais. Por não gerar juros, a acumulação de ouro não se explica pela maximização do retorno financeiro, mas pela busca de um ativo que funcione como reserva de valor, independente da confiança em um emissor soberano específico (LEAL; MARÇAL, 2026). Trata-se, em certo sentido, de uma desdolarização física, que reduz a dependência de ativos passíveis de congelamento ou desvalorização por decisões políticas externas.

2.1.2 Análise dos dados e tendências recentes

A erosão gradual da participação do dólar.

Os dados da base Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), do Fundo Monetário Internacional, confirmam uma tendência de recuo na participação do dólar nas reservas internacionais oficiais. Se no início dos anos 2000 a moeda americana orbitava em torno de 70% das reservas alocadas (ARSLANALP; EICHENGREEN; SIMPSON-BELL, 2022), sua participação caiu de 64,7% em 2016 para 56,8% em 2025 (LEAL; MARÇAL, 2026). Embora gradual, esse recuo é consistente e representa uma mudança qualitativa, onde diferentemente de décadas anteriores, quando a perda de espaço do dólar beneficiava sobretudo o euro, a diversificação recente distribuiu-se também entre moedas centrais secundárias e moedas não tradicionais. No mesmo período, o euro passou de 18,9% para 20,2%, o iene japonês de 4% para 5,8% e a categoria “outras moedas” de 2,6% para 6,1%,

3 O BRICS Pay é a plataforma de pagamentos desenvolvida no âmbito do BRICS para viabilizar transações e liquidações em moedas locais entre os países-membros, reduzindo a dependência do dólar e dos sistemas de mensageria financeira controlados pelas economias centrais.

esta última refletindo de modo eloquente o objetivo de diversificação dos portfólios (LEAL; MARÇAL, 2026).

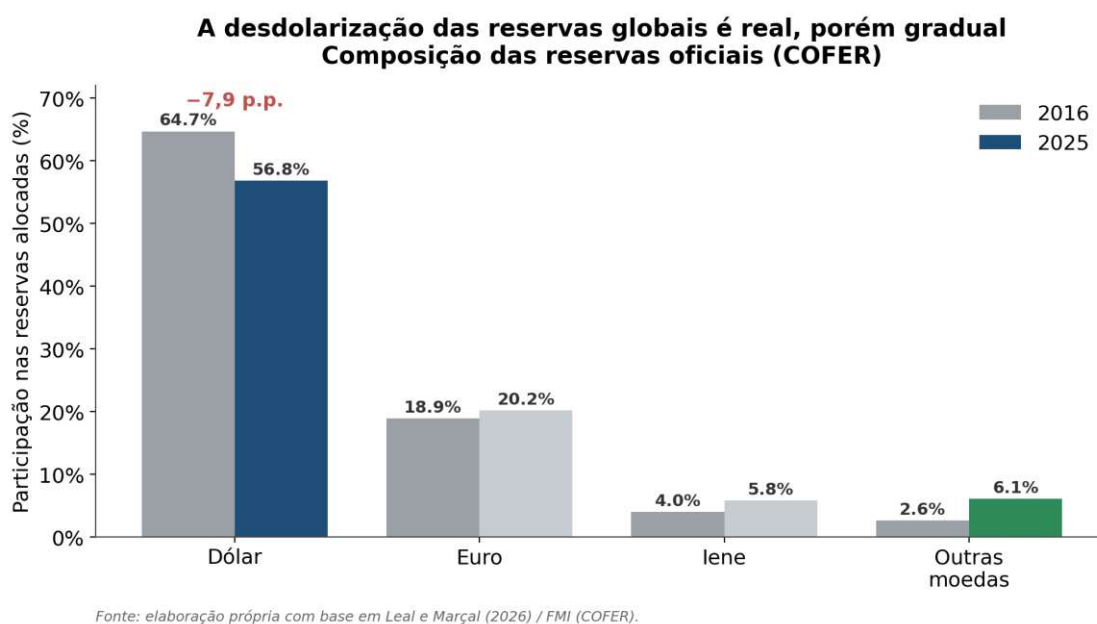


Gráfico 1. Composição das reservas oficiais globais (COFER), 2016 e 2025

Fonte: elaboração própria com base em Leal e Marçal (2026) / FMI (COFER).

A ressalva metodológica: efeitos de valoração versus realocação ativa.

A interpretação desses números, contudo, exige cautela analítica, pois as participações do COFER são reportadas em dólares e, portanto, sensíveis a movimentos cambiais. A análise do FMI (2026) para o segundo trimestre de 2025 é ilustrativa, à primeira vista, a participação do dólar nas reservas alocadas teria caído de 57,79% para 56,32%, uma redução de 1,47 ponto percentual; entretanto, mantidos constantes os câmbios, a queda teria sido de apenas 0,12 ponto, para 57,67%. Em outras palavras, os movimentos cambiais explicam cerca de 92% da redução observada no trimestre analisado acima. Esse efeito decorre da forte depreciação do dólar, o índice DXY recuou mais de 10% no primeiro semestre de 2025, sua maior queda desde 1973, com perdas de 7,9% frente ao euro e de 9,6% frente ao franco suíço apenas no segundo trimestre de 2025(FMI, 2026). O fenômeno é tão expressivo que chega a inverter o sentido aparente do movimento: a participação do euro pareceu subir 1,13 ponto, mas, descontado o efeito de valoração de 1,17 ponto, teria de fato recuado 0,04 ponto (FMI, 2026). Conclui-se, portanto, que, uma vez ajustada às variações cambiais, a participação do dólar não declinou na intensidade que os números brutos sugerem ,o que recomenda tratar a desdolarização das reservas como um processo real, porém ainda gradual e incipiente.

O avanço lento das moedas não tradicionais e o caso do renminbi.

A diversificação para moedas não tradicionais é uma das marcas do período, ainda que o ritmo seja modesto. O renminbi chinês é o exemplo emblemático dessa ambivalência, onde saltou de cerca de 1% das reservas globais no início do período para um patamar próximo de 2% nos últimos anos, com pico de 2,9% em 2021 (LEAL; MARÇAL, 2026). A persistência dessa posição marginal, a despeito do peso da China no comércio e na produção mundiais, ilustra um ponto central do arcabouço discutido no capítulo anterior, onde a denominação de ativos de reserva é apenas uma das expressões da internacionalização monetária e não reflete isoladamente a importância econômica de uma nação (LEAL; MARÇAL, 2026). A plena ascensão do renminbi como moeda de reserva permanece condicionada à liberalização da conta de capitais e à profundidade institucional de seus mercados financeiros, limites estruturais que mantêm a moeda chinesa, por ora, em posição subordinada na hierarquia (CASSA; COSSUL, 2025).

O retorno do ouro como ativo de reserva.

Outro fenômeno notável é a valorização do ouro nos portfólios dos bancos centrais. Como as reservas em ouro não são contabilizadas pelo COFER, sua análise apoia-se na base International Financial Statistics (IFS) do FMI. Os dados revelam um ponto frequentemente negligenciado, observando que entre 2016 e 2024, o volume de ouro em toneladas manteve-se relativamente constante no agregado global, ao passo que sua participação no total das reservas cresceu de forma acentuada, sobretudo a partir de 2018 e de 2023 (LEAL; MARÇAL, 2026). Isso indica que boa parte do avanço do ouro está antes associada a efeitos de preço, do que a um aumento concreto das quantidades acumuladas. A interpretação dos dados de reservas, novamente, exige distinguir o que é realocação efetiva do que é mero efeito de valoração.

O caso brasileiro: uma reconfiguração mais acentuada.

O Brasil ilustra de modo particularmente nítido a tendência de diversificação. Em consonância com o movimento global, a participação do dólar nas reservas brasileiras recuou de 83,5% para 72%, embora permaneça acima da média mundial de 56,8% (LEAL; MARÇAL, 2026). O contraste com o agregado global, porém, aparece na intensidade da recomposição. A parcela em renminbi, antes nula, saltou de 1,10% em 2020 para 5,94% ao final de 2025, e a participação do ouro elevou-se de 0,70% para 7,19% entre 2016 e 2024, tornando-se o segundo principal componente das reservas brasileiras (LEAL; MARÇAL, 2026). Tal movimento reflete uma estratégia deliberada do Banco Central do Brasil, que incorporou o dólar canadense e o dólar australiano em 2021 e instrumentos denominados em won sul-coreano em 2025,

ampliando ainda as posições em ouro, euro e renminbi (LEAL; MARÇAL, 2026). A aquisição de cerca de 42,8 toneladas de ouro no último trimestre, a maior compra significativa desde as 62,7 toneladas adquiridas no segundo trimestre de 2021, reforça essa orientação (LEAL; MARÇAL, 2026). A recomposição mais acentuada das reservas brasileiras em direção ao ouro e ao renminbi sinaliza uma possível especificidade do Sul Global, ainda que, também nesse caso, os efeitos de preço, sobretudo a valorização do ouro, sejam parte relevante da explicação (LEAL; MARÇAL, 2026).

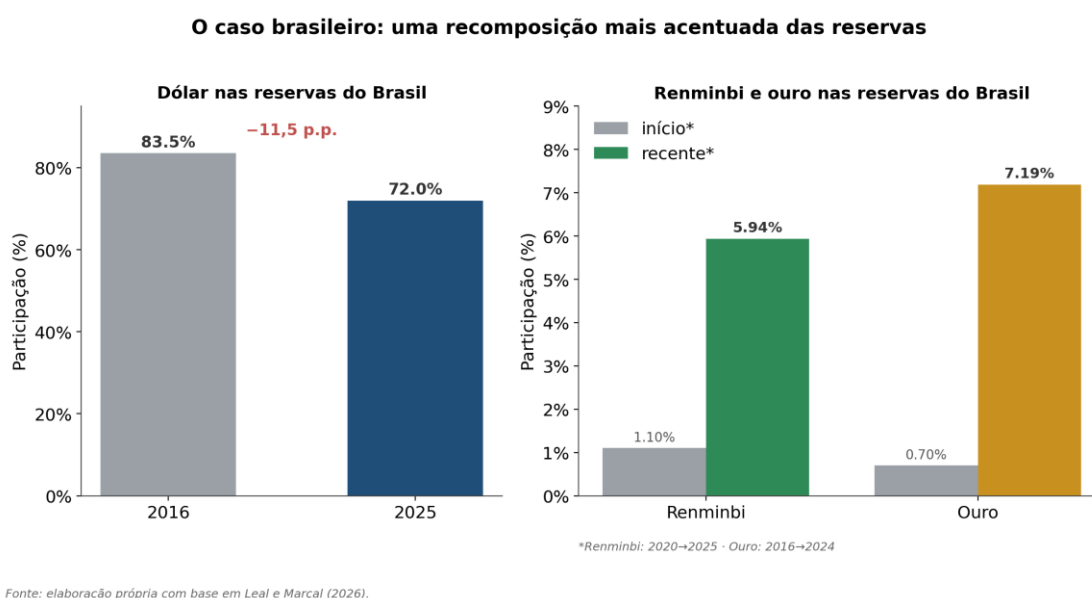


Gráfico 2. Recomposição das reservas internacionais do Brasil
Fonte: elaboração própria com base em Leal e Marçal (2026).

A compreensão do comportamento brasileiro, contudo, não se esgota na descrição dos dados. Ela exige o resgate da própria natureza da posição ocupada pelo real na hierarquia monetária internacional. Conforme Carneiro e De Conti (2020), as moedas periféricas possuem um caráter fiduciário incompleto, pois não desempenham no plano internacional as funções clássicas da moeda e são demandadas pelos investidores estrangeiros apenas como ativos financeiros de natureza especulativa. Por essa razão, tais moedas não podem prescindir de uma âncora, entendida como uma garantia de fato de conversibilidade em moedas centrais, assegurada justamente pela manutenção de estoques elevados de reservas internacionais e de títulos de baixo risco nelas denominados. A acumulação de reservas pelo Banco Central do Brasil constitui, portanto, uma exigência estrutural imposta pela posição subordinada do real, e não uma simples escolha de gestão de portfólio. É o que os autores denominam de fardo compulsório, a contraface do privilégio exorbitante desfrutado pelo país emissor da moeda reserva (CARNEIRO; DE CONTI, 2020).

Essa perspectiva permite qualificar o significado da diversificação em curso. Como as moedas periféricas apresentam elevada volatilidade cambial e maior sensibilidade aos ciclos de liquidez internacional, que são originados no país emissor da moeda-chave e sobre os quais os países periféricos não possuem qualquer ingerência, um estoque robusto de moeda estrangeira sinaliza a capacidade da autoridade monetária de intervir no mercado e de amortecer choques associados a movimentos de fuga para a qualidade (CARNEIRO; DE CONTI, 2020; LEAL; MARÇAL, 2026). Nesse sentido, a recomposição das reservas brasileiras em favor do ouro e do renminbi pode ser interpretada como uma tentativa de mitigar uma dimensão específica dessa vulnerabilidade, qual seja, a exposição concentrada à política macroeconômica e às decisões unilaterais do país emissor da moeda dominante, que pode manipular sua moeda como arma geopolítica (LEAL; MARÇAL, 2026). O ouro, por não constituir passivo de nenhum Estado, e o renminbi, por representar a moeda do principal parceiro comercial brasileiro, cumprem funções complementares nessa estratégia de redução de risco.

Cabe ressaltar, entretanto, que a diversificação das reservas não altera a posição do real na hierarquia monetária internacional nem elimina o fardo compulsório que recai sobre a economia brasileira. A própria necessidade de manter reservas elevadas, qualquer que seja sua composição, segue implicando custos fiscais e uma transferência permanente de recursos aos países centrais, ao mesmo tempo em que a política monetária doméstica permanece condicionada pela necessidade de conter a volatilidade cambial e de inspirar confiança aos investidores internacionais (CARNEIRO; DE CONTI, 2020). Desse modo, o movimento observado no Brasil deve ser lido menos como uma ruptura com a ordem monetária vigente e mais como um ajuste defensivo dentro dela, coerente com o diagnóstico de que o processo de desdolarização das reservas permanece gradual e incipiente (LEAL; MARÇAL, 2026).

Síntese e implicações.

A análise dos fatores internos e externos revela um processo de reconfiguração estrutural do SMI que não se reduz a uma flutuação cíclica, mas tampouco corresponde a uma substituição hegemônica iminente. Os fatores externos, armamentização financeira, ciclos de liquidez e multipolaridade geopolítica, criam os incentivos à desdolarização, enquanto os fatores internos, integração regional, bilateralização e diversificação das reservas, constroem as infraestruturas que a tornam viável. Os dados, por sua vez, confirmam um recuo do dólar que é real, porém gradual, parcialmente explicado por efeitos de valoração e ainda longe de destituir a moeda americana de sua centralidade. Mais do que a ascensão de um único substituto, o que se delineia

é a transição rumo a uma coexistência de múltiplas moedas, na qual o dólar compartilharia seu papel internacional com o euro, o renminbi e eventuais arranjos do BRICS (CASSA; COSSUL, 2025).

Para as economias periféricas, e em especial para o Brasil, essa reconfiguração representa simultaneamente uma oportunidade e um desafio. De um lado, a diversificação amplia as margens de autonomia da política econômica e atenua o fardo compulsório imposto pela posição subordinada na hierarquia monetária (CARNEIRO; DE CONTI, 2020). De outro, a viabilidade de uma ordem mais plural depende da construção de credibilidade em moedas e instituições alternativas, o que exige participação ativa na edificação de novas infraestruturas financeiras internacionais, tema a ser aprofundado nas seções seguintes deste capítulo.

2.2 A ascensão da moeda chinesa

A análise dos fatores estruturais da desdolarização conduz necessariamente ao exame da moeda que se apresenta como principal alternativa ao dólar no atual estágio de reconfiguração do Sistema Monetário Internacional (SMI). Entre as economias periféricas, a China constitui o único emissor com potencial efetivo para oferecer uma alternativa viável à divisa estadunidense (ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025). Diferentemente das demais moedas emergentes, cuja aceitação internacional permanece marginal, o renminbi (RMB) tem avançado de maneira consistente, ainda que gradual, sustentado por uma estratégia estatal deliberada e por um conjunto de inovações institucionais e tecnológicas que serão examinadas nesta seção.

A ascensão do RMB deve ser compreendida à luz da hierarquia monetária discutida no capítulo anterior. Como demonstram Carneiro e De Conti (2022), o SMI organiza-se de forma piramidal, na qual poucas moedas centrais funcionam como representantes gerais de riqueza abstrata, ao passo que as moedas periféricas são percebidas como meros ativos financeiros. A questão que se coloca, portanto, consiste em avaliar se o RMB reúne as condições necessárias para ascender nessa hierarquia e em que medida essa ascensão desafia o poder estrutural do dólar.

2.2.1 A estratégia estatal de internacionalização do renminbi

A literatura sobre internacionalização monetária aponta que uma moeda precisa cumprir determinadas qualificações econômicas e políticas para tornar-se internacionalmente competitiva, requisitos habitualmente atendidos apenas pelos Estados mais poderosos (ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025). Do ponto de vista econômico, os emissores de moedas globalmente competitivas costumam apresentar histórico de estabilidade macroeconômica, mercados financeiros profundos e líquidos, além de vínculos comerciais e financeiros expressivos que geram externalidades de rede capazes de ampliar a aceitação da divisa. Do ponto de vista político, mostram-se decisivas a proteção aos credores, a garantia dos direitos de propriedade e a estabilidade jurídica, às quais se soma, com frequência, a capacidade de projeção de poder associada à força militar. Para além desses pré-requisitos, os Estados atuam de forma ativa na promoção do uso internacional de suas moedas, de modo que escolhas estratégicas de política também condicionam a posição global de uma divisa.

O caso chinês revela um paradoxo instrutivo. A China responde por cerca de 19,5% do PIB mundial medido pela paridade do poder de compra e por 11,8% das exportações globais, ao passo que sua moeda representa apenas em torno de 2% dos pagamentos internacionais, 2,1% das reservas oficiais e 7% do giro cambial global (ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025). Esse descompasso evidencia que o peso econômico não se traduz automaticamente em poder monetário e que o papel internacional do dólar excede em muito a dimensão econômica dos Estados Unidos.

Para reduzir essa defasagem, a China adotou uma estratégia gerida pelo Estado e orientada por objetivos de longo prazo, em contraste com os casos históricos em que a internacionalização foi conduzida predominantemente por forças de mercado. Essa estratégia, caracterizada como uma abordagem pelo lado da oferta, concentra-se em iniciativas lideradas pelo governo para construir e sustentar redes que ampliem a usabilidade transfronteiriça e a confiança na moeda (LIAO; McDOWELL, 2015; SUBACCHI, 2016 apud ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025). Entre as principais iniciativas figuram os acordos bilaterais de swap cambial⁴ firmados com mais de quarenta bancos centrais, a criação de centros offshore de RMB em praças financeiras como Hong Kong e Londres e a introdução, em 2015, do Cross-

⁴ Os acordos de swap cambial são linhas bilaterais firmadas entre bancos centrais para a troca recíproca de suas moedas por prazo determinado, assegurando liquidez em moeda estrangeira e permitindo o financiamento do comércio e das operações financeiras sem o intermédio do dólar.

Border Interbank Payment System (CIPS), rede global de compensação e liquidação concebida como alternativa ao sistema SWIFT (ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025).

A internacionalização do RMB não deve ser lida como fenômeno meramente quantitativo, mas como transformação qualitativa do SMI, o que exige atenção à construção e à evolução das redes institucionais que sustentam o uso da moeda (McNALLY; GRUIN, 2017 apud ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025). Nessa direção, Green e Gruin (2021 apud ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025) recorrem à noção de poder infraestrutural dos centros financeiros internacionais para examinar a expansão global do RMB, ao passo que Ponsot e Berthou (2025 apud ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025) analisam o emprego chinês de instrumentos qualitativos por meio das lentes da confiança, da conveniência e do controle. Tais abordagens convergem ao sustentar que a expansão internacional de uma moeda depende não apenas da força econômica e política de seu emissor, mas também da capacidade de edificar redes estratégicas que reforcem a confiança e a utilização transfronteiriça.

Um marco relevante desse processo foi a inclusão do RMB na cesta de Direitos Especiais de Saque (DES) do Fundo Monetário Internacional, decidida ao final de 2015 e efetivada em outubro de 2016, tornando a moeda chinesa a única emitida por uma economia periférica a integrar a cesta (ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025). Esse reconhecimento formal sublinhou a posição singular e assimétrica da China em relação aos demais países sub-representados na governança monetária internacional. Cabe registrar, todavia, que mesmo as alternativas ao dólar tendem a depender dele para adquirir credibilidade e atratividade, o que se aplica ao próprio RMB e evidencia a hegemonia estrutural da divisa estadunidense (EICHENGREEN et al., 2022 apud ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025).

2.2.2 A dimensão digital, o e-CNY e a Rota da Seda Digital

Um dos vetores mais recentes da estratégia chinesa de internacionalização monetária é a digitalização, materializada no lançamento do renminbi digital, ou e-CNY, moeda digital de banco central (CBDC, na sigla em inglês) emitida pelo People's Bank of China (PBoC) (BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023). Diferentemente das criptomoedas e das stablecoins, a CBDC possui curso legal e não apresenta risco de solvência, por constituir passivo da autoridade monetária, característica que minimiza sua volatilidade. O debate chinês sobre a moeda digital remonta a 2014, quando o governo instituiu uma força-tarefa para investigar sua emissão, circulação e tecnologia. Em 2016 foi criado o Digital Currency

Research Institute e lançado o primeiro protótipo, seguido de um amplo programa de testes em diversas cidades e regiões do país (BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023).

A disseminação do e-CNY articula-se a um projeto mais amplo de expansão da infraestrutura e da tecnologia digital chinesa, a Rota da Seda Digital, que compreende quatro frentes correlatas, quais sejam, os investimentos em infraestrutura física digital, o desenvolvimento tecnológico doméstico, o comércio eletrônico e a governança do ciberespaço (BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023). Ao promover redes de transmissão e tráfego de dados vinculadas à moeda digital, a China amplia sua autonomia para monitorar informações e proteger-se de interferências externas, tendo anunciado investimentos da ordem de US\$ 1,4 trilhão entre 2020 e 2025 para ampliar a quantidade de data centers e equipamentos voltados à infraestrutura digital.

No plano multilateral, o governo chinês tem promovido iniciativas destinadas a favorecer a interoperabilidade com seu sistema, entre as quais se destacam a mBridge, projeto de uso transfronteiriço de moedas digitais que pode reduzir em até 50% os custos de faturamento extraterritorial, e a Blockchain Service Network (BSN), plataforma que busca uniformizar estruturas e protocolos de blockchain (BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023). Até fevereiro de 2022, aproximadamente 261 milhões de usuários haviam instalado a carteira digital do e-CNY nas cidades de teste, e o valor das transações alcançou cerca de US\$ 13,78 bilhões, impulsionado por incentivos concedidos pelo PBoC.

A dimensão estratégica dessa digitalização remete diretamente ao poder estrutural do dólar. Na taxonomia de Kirshner (1995 apud BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023), a moeda converte-se em instrumento de coerção por meio da manipulação monetária, da exploração da dependência e da disrupção sistêmica, faces que a chamada armamentização do dólar sintetiza ao permitir aos Estados Unidos controlar o acesso à divisa e às redes de pagamento a ela associadas. Nesse contexto, a implementação de um sistema alternativo de liquidação por intermédio do CIPS ampliaria a capacidade chinesa de contornar sanções, ao passo que a atração de usuários externos para sua tecnologia poderia originar uma rede própria de dependência (BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023). A moeda digital chinesa é, nesse sentido, tanto uma questão de dados quanto de dinheiro.

2.2.3 Limites e desafios à ascensão do renminbi

Apesar do avanço observado, a ascensão do RMB enfrenta constrangimentos estruturais significativos, de natureza tanto interna quanto externa. No plano interno, a limitação mais evidente reside na centralidade dos controles de capitais para a própria estratégia de desenvolvimento chinesa. Ao exercer intensos controles sobre os fluxos financeiros, o governo chinês tem preservado grau relativo de comando sobre seu processo de financeirização e submetido o sistema financeiro a um regime de crescimento puxado pelo investimento (NOGUEIRA; GUIMARÃES; BRAGA, 2019 apud BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023). Essa opção, que ajuda a explicar parte do dinamismo econômico do país, restringe, por outro lado, a possibilidade de uso internacional da moeda, uma vez que a internacionalização plena pressupõe maior abertura da conta de capitais.

No plano externo, o entrave essencial permanece o poder estrutural da moeda americana. Conforme argumentam De Conti, Prates e Plihon (2013 apud BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023), alterações no posicionamento hierárquico das moedas são factíveis no longo prazo, desde que o emissor atenda a critérios como ser uma economia de grande porte e profundamente integrada ao sistema, dotada de amplo poder e desejo político de internacionalização, e desde que ocorram transformações geopolíticas e geoeconômicas de fundo. As forças sistêmicas do SMI, contudo, mostram-se resistentes à mudança, e a proeminência da divisa americana tende a manter-se estável no médio prazo, ainda que a China lidere o comércio internacional (BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023).

Diante desses limites, a interpretação mais plausível não é a de uma substituição do dólar no curto ou médio prazo, mas a de um reposicionamento do RMB na hierarquia monetária internacional. A maior contribuição da associação entre o e-CNY e a Rota da Seda Digital residiria nos pagamentos do comércio regional, sobretudo na aceleração do comércio eletrônico chinês. A China tornou-se, a partir de 2022, o maior fornecedor de importações para 70% dos países do subgrupo asiático e o destino primordial para 50% deles, de modo que a incorporação da moeda digital aos programas de digitalização comercial poderia simplificar a liquidação em RMB e atenuar os custos e riscos cambiais associados ao uso do dólar como moeda intermediária (BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023).

Em síntese, a ascensão da moeda chinesa configura-se como o principal vetor da desdolarização em curso, ainda que se trate de um processo gradual, conduzido pelo Estado e limitado por constrangimentos estruturais que preservam, no horizonte previsível, a

centralidade do dólar. Trata-se, mais precisamente, de uma disputa por reposicionamento hierárquico e por ampliação de autonomia, cujas implicações para as economias periféricas, e em particular para o Brasil, serão examinadas no capítulo seguinte.

3. IMPACTOS DA DESDOLARIZAÇÃO NOS PAÍSES PERIFÉRICOS

Os capítulos anteriores construíram o arcabouço teórico e histórico que orienta esta monografia. O primeiro capítulo resgatou, a partir de Keynes e da tradição pós-keynesiana, os fundamentos do debate sobre hierarquia monetária, privilégio exorbitante e instabilidade do sistema monetário internacional. O segundo capítulo examinou a reconfiguração do papel do dólar e a ascensão da moeda chinesa, mostrando que a desdolarização das reservas é um processo real, porém gradual e incipiente, e que o renminbi avança de forma consistente sem, contudo, romper com o poder estrutural da divisa estadunidense (CARNEIRO; DE CONTI, 2020; LEAL; MARÇAL, 2026; CASSA; COSSUL, 2025).

O objetivo deste capítulo é realizar uma verificação empírica das hipóteses teóricas discutidas nos capítulos 1 e 2, a saber, a existência de uma hierarquia de moedas que subordina as economias periféricas, a persistência da centralidade do dólar em suas múltiplas funções e a ascensão relativa do renminbi (RMB), como principal desafiante. Especificamente, busca-se mapear, a partir de dados do Bank for International Settlements (BIS), se e como a atual configuração do SFI afeta as economias periféricas, com atenção particular ao caso brasileiro.

Do ponto de vista metodológico, a análise possui natureza exploratória e descritiva. Não se pretende estimar um modelo econométrico de identificação causal, mas realizar uma leitura de tendências e padrões presentes nas estatísticas internacionais, articulando-as com as previsões do referencial teórico pós-keynesiano.

A escolha do BIS como fonte primária de dados justifica-se por três razões. Em primeiro lugar, sua cobertura global, dado que as estatísticas bancárias e de títulos de dívida da instituição abrangem cerca de cinquenta jurisdições reportantes e contrapartes em praticamente todos os países, e a Pesquisa Trienal de Bancos Centrais de 2025 reuniu autoridades de 52 jurisdições e mais de 1.100 instituições financeiras (BIS, 2025a). Em segundo lugar, sua granularidade, pois os dados são desagregados por moeda de denominação, por país devedor ou emissor e por setor institucional, o que permite examinar exatamente a dimensão que interessa a este trabalho, isto é, em qual moeda as economias periféricas se endividam, transacionam e captam recursos. Em terceiro lugar, a extensão das séries, já que a atividade nos mercados de câmbio é pesquisada trienalmente desde 1986 e as estatísticas de títulos e de crédito internacional recuam várias décadas, o que possibilita distinguir tendências estruturais de flutuações conjunturais (BIS, 2025a).

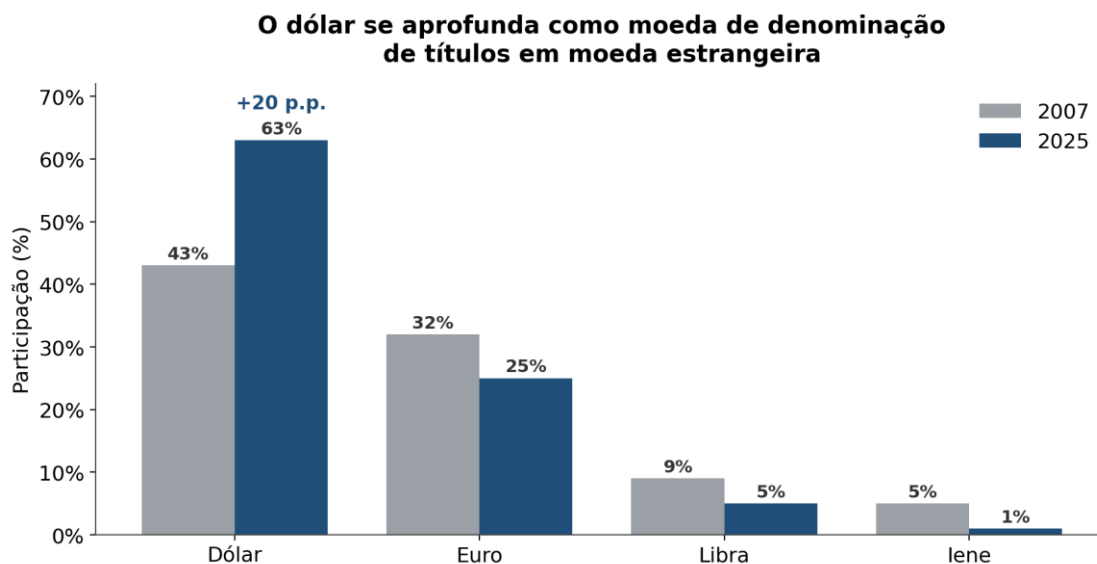
A análise organiza-se em três blocos de dados. O primeiro examina a composição cambial da dívida das economias periféricas a partir das estatísticas de títulos de dívida do BIS (Debt Securities Statistics). O segundo mobiliza os Indicadores de Liquidez Global (Global Liquidity Indicators) para avaliar a dinâmica do crédito em dólar direcionado às economias emergentes e em desenvolvimento. O terceiro recorre à Pesquisa Trienal de 2025 para mensurar a participação das principais moedas no giro cambial mundial. Ao final, os padrões encontrados são discutidos em termos de vulnerabilidade cambial, “pecado original restaurado”, restrição de política monetária e exposição aos ciclos de liquidez em dólar, avaliando o espaço efetivo de diversificação de parceiros financeiros disponível às economias periféricas e ao Brasil.

3.1 Evidências empíricas a partir das estatísticas do BIS

3.1.1 A composição cambial da dívida das economias periféricas

As estatísticas de títulos de dívida do BIS registram as emissões domésticas e internacionais de governos, instituições financeiras e corporações não financeiras, com desagregação por moeda, o que as torna a base adequada para verificar se os emissores periféricos ainda dependem do dólar ou se há avanço de outras moedas (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025). O quadro geral revela uma dualidade instrutiva. Por um lado, cerca de 93% de todos os títulos de dívida em circulação no mundo são denominados na moeda doméstica do próprio emissor, embora essa participação varie de menos de 60% em países com histórico de instabilidade macroeconômica, como Argentina e Turquia, a quase 100% nos Estados Unidos e nos demais emissores de moedas de reserva (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025).

Por outro lado, quando se observa apenas o segmento dos títulos denominados em moeda estrangeira, a hegemonia do dólar não apenas persiste como se aprofundou. Em junho de 2025, 63% de todos os títulos de dívida emitidos em moeda estrangeira eram denominados em dólares, uma elevação de vinte pontos percentuais desde o final de 2007, obtida sobretudo às custas do euro, cuja participação recuou de 32% para 25%, da libra esterlina, que caiu de 9% para 5%, e do iene, que passou de 5% para 1% (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025). Emissores de aproximadamente 125 economias captam em dólar nos mercados internacionais, cerca do dobro do número de economias que emitem em euro ou iene, o que evidencia a profundidade das externalidades de rede associadas à divisa estadunidense discutidas no capítulo anterior (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025).



Fonte: elaboração própria com base em Chan, von Peter e Wooldridge (2025) / BIS.

Gráfico 3. Composição por moeda dos títulos de dívida emitidos em moeda estrangeira, 2007 e 2025
Fonte: elaboração própria com base em Chan, von Peter e Wooldridge (2025) / BIS.

O dado mais relevante para a hipótese da subordinação monetária diz respeito, contudo, aos governos das economias emergentes. Até o início dos anos 2000, a maior parte desses países sofria do chamado “pecado original”, entendido como a incapacidade de se endividar externamente em sua própria moeda (EICHENGREEN; HAUSMANN, 1999). As iniciativas de aprofundamento dos mercados domésticos de títulos, somadas à ascensão dos investidores globais de portfólio após a crise financeira de 2008, elevaram substancialmente a parcela em moeda local da dívida pública dos grandes emergentes, e a participação dos títulos em moeda local nas carteiras estrangeiras de títulos dessas economias saltou de menos de 30% para mais de 50% (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025; ONEN; SHIN; VON PETER, 2025). O Brasil insere-se nesse movimento, figurando entre as economias em que os títulos de dívida já superam 50% do crédito total aos tomadores não financeiros (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025).

Esse avanço soberano, entretanto, não se estende ao setor privado. Bancos e corporações não financeiras das economias periféricas continuam emitindo volumes expressivos em moeda estrangeira, majoritariamente em dólares, e essa dependência aumentou desde a crise de 2008, quando a segunda fase da liquidez global deslocou o financiamento externo dos empréstimos bancários para os títulos (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025). Em alguns casos a exposição é extrema, como na Turquia, onde mais de 90% dos títulos emitidos por bancos são denominados em moeda estrangeira, e na Indonésia, onde essa parcela alcança cerca de metade (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025).

Quanto ao renminbi, os dados confirmam o diagnóstico de ascensão limitada construído no capítulo 2. Desde 2020 a moeda chinesa tornou-se a divisa emergente mais captada internacionalmente, superando o dólar de Hong Kong, mas o estoque de títulos em RMB emitidos por não residentes na China ainda corresponde a apenas 1% do total de títulos em moeda estrangeira no mundo (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025). A denominação de dívida internacional permanece, portanto, um território quase inteiramente dominado pelo dólar, no qual a moeda chinesa ocupa posição marginal, em consonância com seu papel ainda subordinado na hierarquia monetária (ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025).

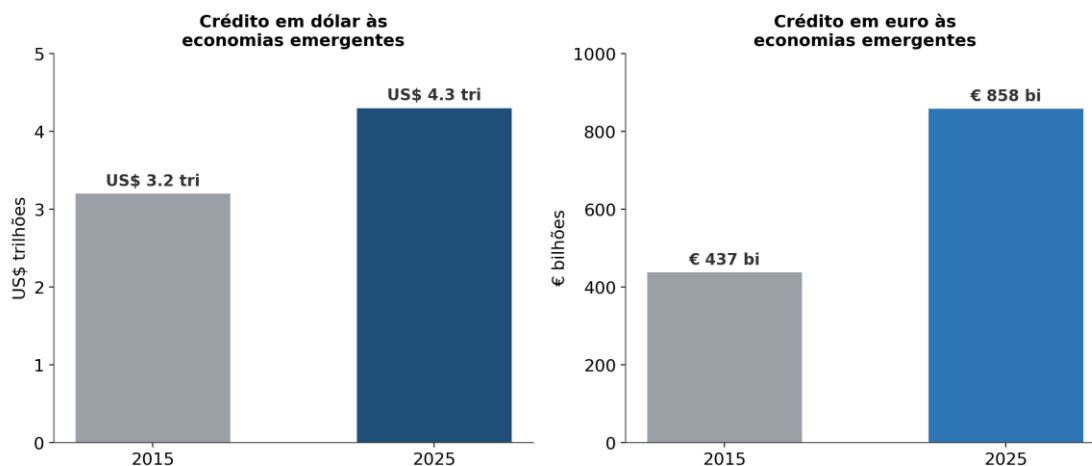
3.1.2 Os indicadores de liquidez global e os ciclos do crédito em dólar

Os Indicadores de Liquidez Global do BIS acompanham o crédito total a tomadores não bancários, somando empréstimos bancários e captações via títulos internacionais, com foco no crédito em moeda estrangeira denominado nas três principais divisas de reserva a tomadores

situados fora das respectivas áreas monetárias (BIS, 2026). Trata-se da medida mais direta da dimensão que a literatura pós-keynesiana denomina ciclo de liquidez internacional, cuja origem se situa no polo emissor da moeda-chave e sobre o qual as economias periféricas não possuem ingerência (CARNEIRO; DE CONTI, 2020).

Os dados mais recentes indicam que essa dimensão da hegemonia do dólar segue em expansão. O crédito em dólar a não bancos fora dos Estados Unidos cresceu 8,5% em 2025, o ritmo anual mais acelerado desde 2014, alcançando um estoque de US\$ 14,3 trilhões ao final do ano (BIS, 2026). No recorte das economias emergentes e em desenvolvimento, o crédito em dólar expandiu-se 35% na última década, passando de US\$ 3,2 trilhões ao final de 2015 para US\$ 4,3 trilhões ao final de 2025, ao passo que o crédito denominado em euro praticamente dobrou no mesmo período, de 437 bilhões para 858 bilhões de euros (BIS, 2026). Em outras palavras, a periferia não está reduzindo em termos absolutos sua dependência do funding em dólar, ela está se endividando mais nessa moeda.

A periferia não reduz sua dependência do funding externo, ela se endivida mais



Fonte: elaboração própria com base no BIS (2026), Indicadores de Liquidez Global.

Gráfico 4. Crédito em dólar e em euro às economias emergentes, 2015 e 2025

Fonte: elaboração própria com base no BIS (2026), Indicadores de Liquidez Global.

A trajetória recente desse crédito oferece, ademais, uma verificação empírica direta do argumento dos transbordamentos da política monetária estadunidense apresentado no capítulo 2. O BIS identifica três fases distintas no período posterior à pandemia. Entre o primeiro trimestre de 2020 e o segundo trimestre de 2022, o crédito em dólar às economias emergentes cresceu a uma taxa média anual de 5,6%, impulsionado pelas condições monetárias expansionistas. A partir do terceiro trimestre de 2022, com o aperto monetário do Federal Reserve, seguiu-se uma fase de contração. Somente no primeiro trimestre de 2024 o crescimento anual retornou ao terreno positivo (BIS, 2026). O ciclo de crédito da periferia é, assim, pautado pelas decisões de uma autoridade monetária sobre a qual esses países não exercem qualquer influência, exatamente como prevê o arcabouço da hierarquia monetária (CARNEIRO; DE CONTI, 2020; PRATES, 2005).

Há, contudo, um sinal de diversificação na margem que merece registro. A participação de moedas distintas das três principais divisas de reserva no crédito bancário transfronteiriço às economias emergentes e em desenvolvimento elevou-se de 21% ao final de 2019 para 29% ao final de 2025, um aumento muito mais expressivo do que o observado nas economias avançadas (BIS, 2026). Esse movimento, que inclui o avanço do crédito bancário transfronteiriço denominado em renminbi a tomadores da Ásia emergente desde 2021 (BIS, 2025c), é coerente com a tese da desdolarização seletiva e regionalizada, conduzida a partir das relações comerciais bilaterais, discutida no capítulo anterior (CASSA; COSSUL, 2025; BOAVENTURA; MORAIS; CONTI, 2023).

3.1.3 O giro cambial global e a persistência do dólar como moeda chave

A Pesquisa Trienal de Bancos Centrais do BIS constitui a fonte mais abrangente sobre a dimensão de meio de troca das moedas internacionais, e sua edição de 2025, publicada em setembro daquele ano, permite atualizar o teste empírico do argumento da desdolarização frente à persistência da hegemonia do dólar (BIS, 2025a). O giro dos mercados de câmbio alcançou US\$ 9,6 trilhões por dia em abril de 2025, um crescimento de 28% em relação a 2022 (BIS, 2025b).

O resultado central da pesquisa é inequívoco. O dólar manteve-se como a moeda mais negociada do mundo, presente em um dos lados de 89% de todas as transações cambiais em abril de 2025, participação ligeiramente superior aos 88% registrados em 2022 e estável há cerca de duas décadas (BIS, 2025a; BIS, 2025b). O euro permaneceu como segunda moeda mais negociada, com participação de 28,9%, em trajetória declinante, seguido do iene, com 16,8%, e da libra esterlina, cuja parcela recuou para 10,2% (BIS, 2025b). Na função de meio de troca, portanto, não há qualquer evidência de erosão da posição do dólar, que segue operando como a moeda chave por excelência do sistema.

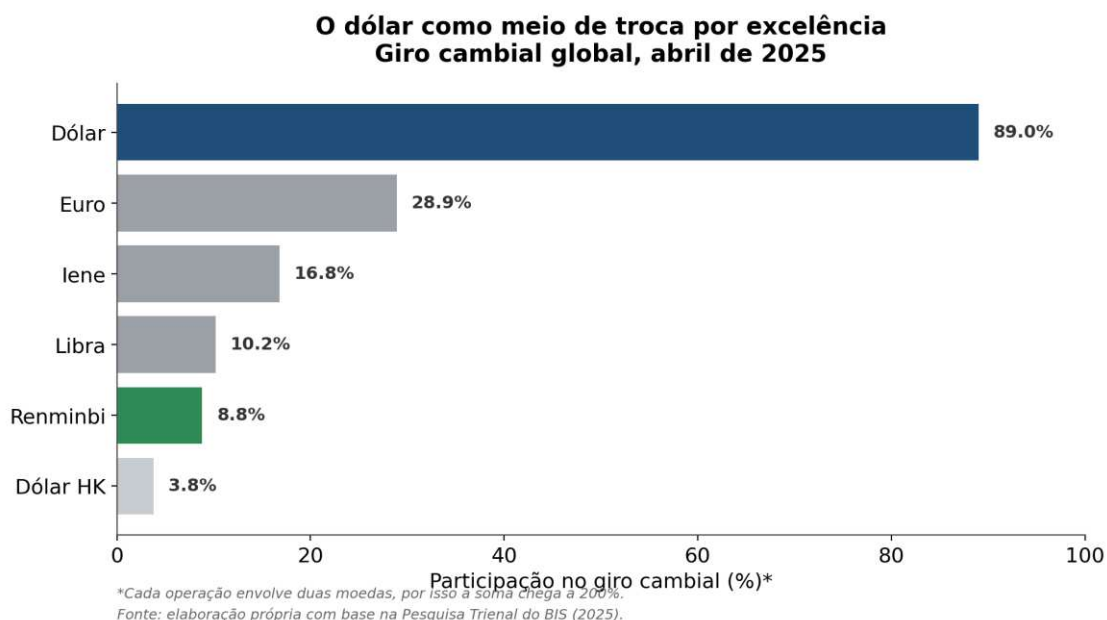


Gráfico 5. Participação das principais moedas no giro cambial global, abril de 2025
Fonte: elaboração própria com base na Pesquisa Trienal do BIS (2025).

A novidade relevante da edição de 2025 está na periferia do sistema. A participação conjunta das moedas de economias emergentes no giro cambial global atingiu a máxima histórica de 29% em abril de 2025, ante 26% em 2022 e menos de 10% nos anos 2000 (BIS, 2025c). Esse avanço foi impulsionado sobretudo pelo renminbi, que respondeu por 8,8% do

giro global, ante 7,0% em 2022, consolidando-se como a quinta moeda mais negociada do mundo, além do dólar de Hong Kong, com 3,8% (BIS, 2025c). De forma emblemática, o par dólar renminbi ultrapassou o par dólar libra e tornou-se o terceiro mais negociado do planeta, atrás apenas dos pares do dólar com o euro e com o iene (BIS, 2025c). Além dos fatores cíclicos ligados à volatilidade cambial, o BIS atribui essa tendência ao uso crescente da moeda chinesa no comércio e no investimento, em linha com a estratégia estatal de internacionalização examinada no capítulo 2 (BIS, 2025c; ARARIPE; PERUFFO; CUNHA, 2025).

A leitura desses números exige, todavia, a mesma cautela analítica empregada no capítulo anterior. O avanço do renminbi ocorre majoritariamente contra o próprio dólar, isto é, a moeda chinesa é negociada quase sempre tendo a divisa estadunidense como contraparte, o que reafirma o papel do dólar como moeda chave e ilustra o argumento de que mesmo as alternativas dependem dele para adquirir liquidez e credibilidade (EICHENGREEN et al., 2022). O crescimento do giro em moedas emergentes representa, assim, menos uma substituição da moeda-chave e mais uma densificação das camadas intermediárias da pirâmide monetária.

3.2 Vulnerabilidade cambial, “pecado original restaurado” e os limites da autonomia periférica

Tomados em conjunto, os três blocos de evidência permitem qualificar com precisão o significado da atual configuração do SFI para as economias periféricas. O primeiro padrão identificado é a persistência da vulnerabilidade cambial no setor privado. Embora os governos dos grandes países emergentes tenham migrado sua dívida para a moeda local, bancos e empresas seguem captando predominantemente em dólares, de modo que depreciações cambiais continuam elevando o peso real do endividamento privado e transmitindo instabilidade ao conjunto da economia (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025). A informação incompleta sobre a proteção cambial dessas posições agrava o problema, pois parte relevante das emissões permanece sem hedge, expondo os balanços a descasamentos de moeda (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025).

O segundo padrão é mais sutil e diz respeito ao que a literatura recente denomina “pecado original restaurado”⁵. A superação da incapacidade de emitir dívida soberana em moeda local não eliminou a vulnerabilidade externa, ela apenas a transferiu de lugar. Quando governos periféricos se endividam em moeda local junto a investidores globais, o descasamento cambial migra do balanço do devedor para o balanço do credor, cuja riqueza é mensurada em dólares. Diante de uma depreciação da moeda periférica ou de uma elevação dos juros nos Estados Unidos, esses investidores sofrem perdas marcadas a mercado e reagem vendendo os títulos e retirando capitais, o que aperta as condições financeiras domésticas mesmo na ausência de dívida em moeda estrangeira (BERTAUT; BRUNO; SHIN, 2025; ONEN; SHIN; VON PETER, 2025). O resultado é que as economias periféricas permanecem sensíveis às flutuações das condições financeiras globais ainda quando aparentemente superaram o pecado original, confirmando que a subordinação monetária não se resolve pela simples mudança na denominação da dívida (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025).

O caráter fiduciário incompleto das moedas periféricas, demandadas pelos investidores internacionais apenas como ativos financeiros de natureza especulativa, faz com que os fluxos direcionados a esses mercados sejam intrinsecamente reversíveis (CARNEIRO; DE CONTI, 2020). O “pecado original restaurado” é, nesse sentido, a manifestação contemporânea da mesma assimetria estrutural, na qual a posição da moeda na hierarquia, e não a composição contábil da dívida, define o grau de vulnerabilidade externa do país.

O terceiro padrão refere-se à restrição de política monetária e à exposição aos ciclos de liquidez em dólar. A evidência dos Indicadores de Liquidez Global, ao mostrar que o crédito em dólar à periferia se contraiu durante o aperto do Federal Reserve iniciado em 2022 e só voltou a crescer em 2024, materializa em dados o transbordamento discutido teoricamente nos capítulos anteriores (BIS, 2026). Para conter os efeitos dessas reversões, as autoridades monetárias periféricas seguem obrigadas a manter juros mais elevados e a acumular reservas volumosas como seguro autoimposto, perpetuando o fardo compulsório e a transferência de recursos reais à economia central que o capítulo 2 documentou (CARNEIRO; DE CONTI, 2020; PRATES, 2005).

⁵ A versão renovada do pecado original, denominada pecado original restaurado (*original sin redux*), foi proposta por Carstens e Shin (2019). *original sin redux* é um conceito econômico que descreve a persistência da vulnerabilidade financeira dos países emergentes, na qual o risco cambial não foi eliminado, mas sim transferido do balanço dos tomadores de empréstimo domésticos para o balanço dos investidores estrangeiros.

O caso brasileiro condensa esses três padrões e as possibilidades de resposta a eles. Como visto no capítulo anterior, o Banco Central do Brasil promoveu uma recomposição deliberada de suas reservas, reduzindo a participação do dólar de 83,5% para 72%, elevando a parcela do renminbi a 5,94% e a do ouro a 7,19%, movimento mais intenso do que a média mundial (LEAL; MARÇAL, 2026). As estatísticas do BIS acrescentam a essa fotografia a dimensão do endividamento, mostrando que o Brasil figura entre as economias em que o financiamento via títulos já supera metade do crédito total e em que a dívida pública é majoritariamente denominada em moeda local (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025). O país, portanto, avançou nas duas margens em que a diversificação é factível, a composição das reservas e a moeda de denominação da dívida soberana. Ainda assim, permanece exposto ao “pecado original restaurado”, na medida em que depende de investidores globais para absorver seus títulos em reais, e aos ciclos de liquidez em dólar, que governam o custo e a disponibilidade do funding externo de seus bancos e empresas (BERTAUT; BRUNO; SHIN, 2025; BIS, 2026).

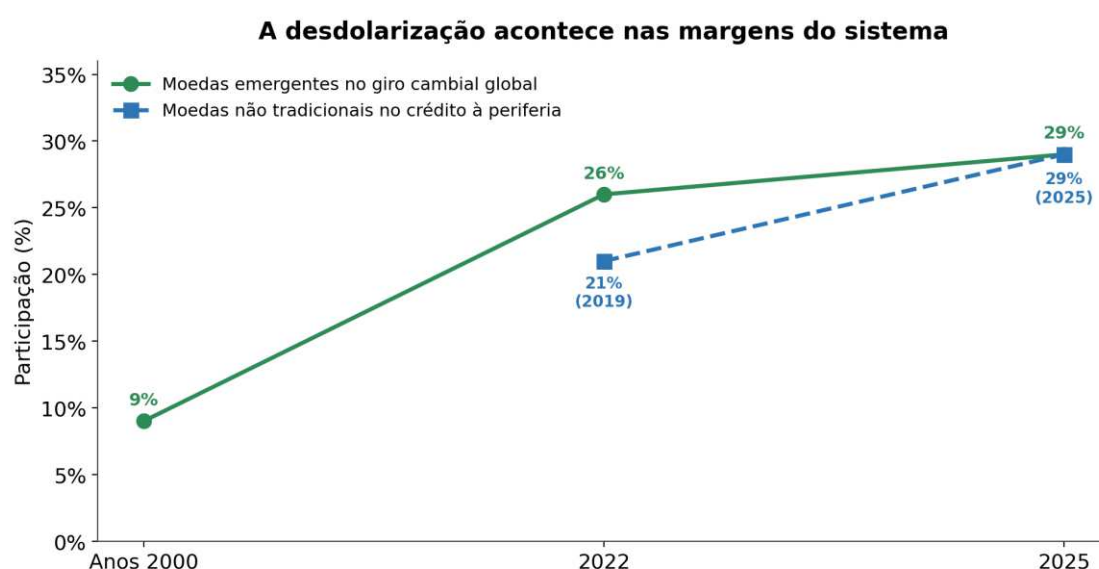
Quanto ao espaço para diversificação de parceiros financeiros, as evidências sugerem que ele existe, mas é seletivo e limitado. A elevação da participação de moedas não tradicionais no crédito à periferia, o avanço do renminbi no giro cambial e no crédito asiático e as infraestruturas alternativas do BRICS examinadas no capítulo 2 indicam que a margem de manobra das economias periféricas é hoje maior do que era há uma década (BIS, 2026; BIS, 2025c; CASSA; COSSUL, 2025). Essa diversificação, entretanto, opera nas camadas intermediárias do sistema, sem alcançar o núcleo das funções monetárias internacionais, que permanece firmemente ancorado no dólar.

3.3 O dólar segue hegemônico?

A verificação empírica realizada neste capítulo permite responder à pergunta de pesquisa com uma formulação em dois níveis. No núcleo do sistema, o dólar segue inequivocamente hegemônico. A moeda estadunidense está presente em 89% de todas as transações cambiais do mundo, uma participação estável há duas décadas, sendo que denomina 63% dos títulos em moeda estrangeira, com tendência de alta desde 2007, e sustenta um estoque crescente de US\$ 14,3 trilhões em crédito internacional, cuja dinâmica é ditada pela política monetária do Federal Reserve (BIS, 2025a; CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025; BIS, 2026). Nas funções de meio de troca, unidade de denominação de dívidas privadas e eixo

da liquidez global, não há desdolarização mensurável, há, antes, aprofundamento da centralidade do dólar.

Nas camadas intermediárias e periféricas do sistema, contudo, verifica-se uma desdolarização seletiva, real e cumulativa. Os governos dos grandes emergentes emitem hoje sua dívida predominantemente em moeda local, as moedas não tradicionais ampliaram sua fatia no crédito transfronteiriço à periferia de 21% para 29% em seis anos, as moedas emergentes alcançaram a máxima histórica de 29% do giro cambial mundial e o renminbi consolidou-se como quinta moeda mais negociada do planeta, formando com o dólar o terceiro par cambial mais líquido (CHAN; VON PETER; WOOLDRIDGE, 2025; BIS, 2026; BIS, 2025c). Esses movimentos convergem com o diagnóstico dos capítulos anteriores, segundo o qual o que está em curso não é uma substituição hegemônica, mas um reposicionamento gradual dentro da hierarquia monetária, rumo a uma coexistência de múltiplas moedas na qual o dólar compartilha espaço nas margens sem ceder o centro (CASSA; COSSUL, 2025; LEAL; MARÇAL, 2026).



Fonte: elaboração própria com base no BIS (2025c; 2026).

Gráfico 6. Moedas emergentes e não tradicionais em ascensão nas margens do sistema

Fonte: elaboração própria com base no BIS (2025c; 2026).

Para as economias periféricas, e para o Brasil em particular, as implicações dessa configuração são ambivalentes. A vulnerabilidade externa não desapareceu, ela mudou de forma, deslocando-se da denominação da dívida soberana para os balanços dos investidores globais e para o funding privado em dólar, de modo que o “pecado original restaurado” substituiu o “pecado original clássico” como mecanismo de transmissão da instabilidade (BERTAUT; BRUNO; SHIN, 2025). Essa metamorfose da vulnerabilidade externa é

sistematizada por De Paula, Fritz e Prates (2024), que mostram como a fragilidade das economias emergentes se deslocou do pecado original clássico, a incapacidade de emitir dívida externa na própria moeda, para o pecado original restaurado, no qual a exposição persiste mesmo com a emissão de dívida em moeda local, agora transmitida pela hierarquia de moedas e pela globalização financeira, de modo que é a posição subordinada da moeda periférica, e não a denominação contábil da dívida, que continua a determinar o grau de vulnerabilidade externa das economias emergentes. A restrição de política monetária e o fardo compulsório das reservas persistem como imposições estruturais da posição subordinada do real na hierarquia (CARNEIRO; DE CONTI, 2020). Ao mesmo tempo, a diversificação das reservas, o adensamento do uso de moedas locais e a construção de infraestruturas financeiras alternativas ampliam, na margem, o espaço de autonomia disponível, permitindo mitigar a exposição concentrada às decisões unilaterais do país emissor da moeda-chave (LEAL; MARÇAL, 2026; CASSA; COSSUL, 2025). Em síntese, os dados do BIS confirmam empiricamente as hipóteses teóricas desta monografia. A hierarquia de moedas permanece o traço estruturante do Sistema Financeiro Internacional, a subordinação monetária das economias periféricas se reproduz sob formas renovadas e a ascensão do renminbi, embora consistente, configura um desafio de longo prazo e não uma ruptura iminente. A desdolarização em curso é, portanto, um processo real em suas margens e limitado em seu alcance, cujo desdobramento dependerá menos da erosão espontânea do dólar e mais da capacidade das economias periféricas de transformar os instrumentos defensivos de que hoje dispõem em uma efetiva reconfiguração das regras que governam a liquidez internacional.

Nesse contexto, a consolidação dos Novos Bancos de Desenvolvimento (NDBs) e de outras instituições financeiras multilaterais lideradas por economias periféricas assume papel estratégico. Ao ampliar a oferta de financiamento de longo prazo, estimular operações em moedas locais, fortalecer mecanismos regionais de liquidez e reduzir a dependência em relação às instituições dominadas pelas economias centrais, essas instituições contribuem para mitigar os efeitos da hierarquia monetária internacional e para ampliar o espaço de política econômica das economias periféricas. Ainda que não representem, no momento, uma alternativa capaz de substituir a centralidade do dólar e das instituições de Bretton Woods, os NDBs configuram-se como um vetor relevante na construção de uma arquitetura financeira internacional mais multipolar e menos assimétrica.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta monografia teve como objetivo geral analisar o processo de desdolarização da economia mundial e seus impactos sobre as economias periféricas, a partir do referencial teórico pós-keynesiano da hierarquia monetária internacional. Ao longo do trabalho, a reconstrução teórica e histórica do sistema monetário internacional articulou-se ao exame dos determinantes da desdolarização e da ascensão da moeda chinesa e, por fim, à verificação empírica dessas proposições.

Os resultados obtidos permitem responder à pergunta de pesquisa em dois níveis. No núcleo do sistema, o dólar permanece inequivocamente hegemônico, mantendo sua centralidade como meio de troca predominante, principal moeda de denominação da dívida em moeda estrangeira e eixo da liquidez internacional, funções em que não se observa desdolarização mensurável. Nas camadas intermediárias e periféricas, contudo, verifica-se uma desdolarização seletiva, real e cumulativa, expressa no avanço da dívida soberana emitida em moeda local, na maior participação de moedas não tradicionais no crédito à periferia e na consolidação gradual do renminbi. A hipótese inicial foi, assim, corroborada, pois a desdolarização em curso configura um processo real em suas margens e limitado em seu alcance, no qual o dólar compartilha espaço nas bordas do sistema sem ceder o centro.

Para as economias periféricas, a principal implicação é que a vulnerabilidade externa não desapareceu, mas mudou de forma. A superação parcial da incapacidade de emitir dívida soberana em moeda própria deslocou o risco cambial para os balanços dos investidores globais, de modo que a subordinação monetária se reproduz sob formas renovadas. A restrição de política monetária e o fardo compulsório das reservas persistem como imposições estruturais da posição ocupada pelo real na hierarquia de moedas, ainda que a diversificação das reservas e a construção de infraestruturas financeiras alternativas ampliem, na margem, o espaço de autonomia disponível.

Cumprir reconhecer as limitações desta pesquisa. A análise tem natureza exploratória e descritiva, apoiada na leitura de tendências presentes em estatísticas internacionais agregadas, e não estima efeitos causais por meios econométricos. As bases utilizadas apresentam restrições próprias, uma vez que as participações reportadas nas reservas oficiais são sensíveis a movimentos cambiais e as estatísticas de dívida oferecem informação incompleta sobre a proteção cambial das posições privadas. Soma-se a isso o fato de que parte relevante dos

fenômenos examinados encontra-se em estágio inicial de implementação, o que limita a disponibilidade de séries históricas capazes de sustentar conclusões mais definitivas.

Essas limitações abrem caminho para investigações futuras. Uma primeira agenda consiste em acompanhar, com séries mais extensas, a trajetória das infraestruturas alternativas de pagamento e liquidação, avaliando se permanecem restritas ao comércio regional ou se avançam sobre as funções de denominação de dívida e de reserva de valor. Uma segunda agenda diz respeito ao aprofundamento do caso brasileiro, sobretudo quanto à exposição cambial do setor privado e aos efeitos fiscais da manutenção de reservas elevadas. Uma terceira agenda envolve o papel das instituições financeiras lideradas por economias periféricas na construção de uma arquitetura financeira internacional mais multipolar e menos assimétrica. Nenhum tema é jamais inteiramente esgotado, e a reconfiguração do sistema monetário internacional, por seu caráter processual e disputado, seguirá exigindo revisões à medida que novas evidências se acumularem.

REFERÊNCIAS

- ARARIPE, F.; PERUFFO, L.; CUNHA, A. M. A internacionalização do renminbi e as transformações do Sistema Monetário Internacional. 2025.
- ARSLANALP, S.; EICHENGREEN, B.; SIMPSON-BELL, C. The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies. FMI, 2022.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Triennial Central Bank Survey. Basel: BIS, 2025a.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Relatório de atividades nos mercados de câmbio. Basel: BIS, 2025b.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Uso crescente de moedas emergentes e do renminbi. Basel: BIS, 2025c.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Global Liquidity Indicators. Basel: BIS, 2026.
- BERTAUT, C.; BRUNO, V.; SHIN, H. S. O pecado original restaurado: capital flows and currency mismatches. BIS Working Papers, 2025.
- BOAVENTURA, O.; MORAIS, A.; CONTI, B. O e-CNY e a Rota da Seda Digital: A digitalização como vetor de poder infraestrutural. 2023.
- CARNEIRO, R. Globalização financeira e integração periférica: um reexame. Campinas: Unicamp, 2008.
- CARNEIRO, R.; DE CONTI, B. Hierarquia monetária internacional e o fardo compulsório dos países periféricos. 2020.
- CARNEIRO, R.; DE CONTI, B. O sistema financeiro internacional e o reposicionamento do renminbi. 2022.
- CARSTENS, A.; SHIN, H. S. Emerging markets aren't out of the woods yet. Foreign Affairs, Nova York, 2019.
- CASSA, M.; COSSUL, L. A multipolaridade geopolítica e as alternativas ao dólar. 2025.
- CHAN, E.; VON PETER, G.; WOOLDRIDGE, P. Debt Securities Statistics: vulnerabilidades em economias periféricas. BIS, 2025.
- CLARK, W. R. Petrodólares e a hegemonia energética do dólar norte-americano. 2005.
- COHEN, B. J. The Future of Money. Princeton University Press, 2004.
- DAVIDSON, P. Post Keynesian Macroeconomic Theory. Edward Elgar, 1994.
- DE CONTI, B.; PRATES, D.; PLIHON, D. Hierarquia monetária e as possibilidades de internacionalização de moedas periféricas. 2013.

DE PAULA, L. F.; FRITZ, B.; PRATES, D. The metamorphosis of external vulnerability from 'original sin' to 'original sin redux': currency hierarchy and financial globalization in emerging economies. *Review of International Political Economy*, v. 32, n. 1, p. 1-28, 2024.

EICHENGREEN, B. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford University Press, 2011.

EICHENGREEN, B. *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. Princeton University Press, 2019.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. *Exchange Rates and Financial Fragility*. NBER, 1999.

EICHENGREEN, B. et al. *O sistema monetário internacional e as alternativas à hegemonia do dólar*. 2022.

FMI - Fundo Monetário Internacional. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*. Washington, DC, 2026.

GREEN, J.; GRUIN, E. *O poder infraestrutural dos centros financeiros internacionais*. 2021.

KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Londres: Macmillan, 1936.

KINDLEBERGER, C. P. *The World in Depression, 1929-1939*. University of California Press, 1973.

KIRSHNER, J. *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*. Princeton University Press, 1995.

LEAL, J. *Política fiscal e os ciclos econômicos na perspectiva pós-keynesiana*. 2025.

LEAL, J.; MARÇAL, R. *Vulnerabilidades periféricas e os determinantes da acumulação de reservas internacionais*. 2026.

LIAO, S.; McDOWELL, D. *A internacionalização do renminbi liderada pelo Estado*. 2015.

McNALLY, C. A.; GRUIN, E. *Redes e poder financeiro na ascensão global chinesa*. 2017.

NOGUEIRA, I.; GUIMARÃES, F.; BRAGA, J. *Controles de capitais e desenvolvimento chinês*. 2019.

ONEN, M.; SHIN, H. S.; VON PETER, G. *Investidores globais e a dinâmica do "pecado original restaurado"*. BIS, 2025.

PALLEY, T. I. *Financialization and the hierarchy of currencies*. 2020.

PONSOT, J. F.; BERTHOU, A. *Confiança, conveniência e controle na expansão do RMB*. 2025.

PRATES, D. *As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional*. *Revista de Economia Contemporânea*, 2005.

SERRANO, F. *Relações de poder e imperialismo monetário: o padrão dólar-flexível*. 2004.

SUBACCHI, P. The People's Money: How China Is Building a Global Currency. Columbia University Press, 2016.

ZHOU XIAOCHUAN. Reform the International Monetary System. Banco do Povo da China, 2009.