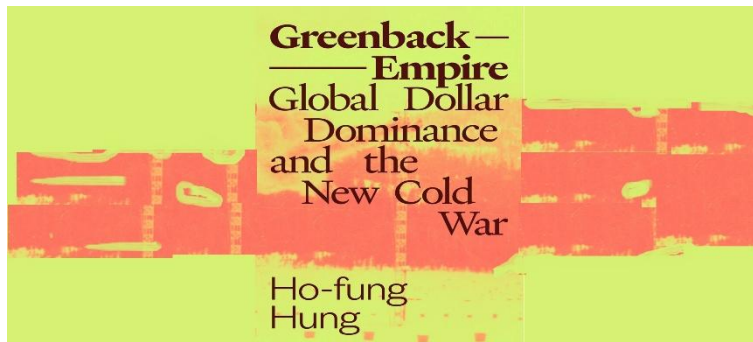


A capacidade de resistência do dólar

Autor: Ho-fung Hung

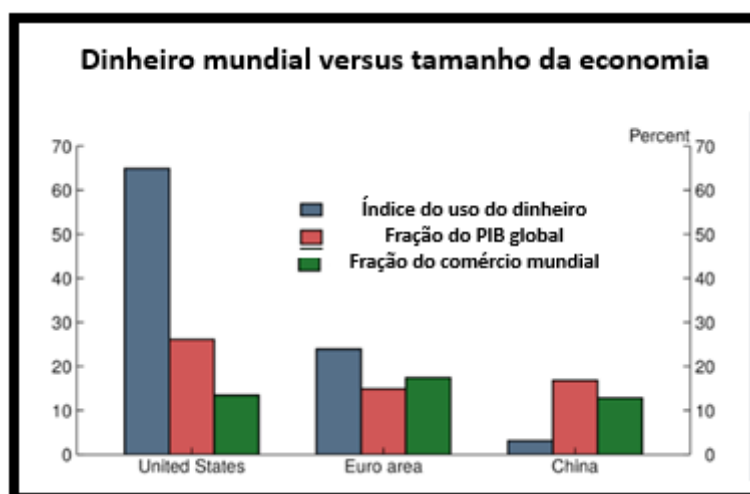
Sidecar - 05 de junho de 2026



Toda vez que a economia global mergulha em turbulência, emergem discussões sobre o fim iminente da hegemonia do dólar. Em março de 1978 – após o colapso do sistema de Bretton Woods e em meio à estagflação nos Estados Unidos – o *New York Times* publicou um artigo de opinião do economista soviético Stanislav M. Menshikov, Um Olhar Marxista sobre a Crise do Dólar.

Acompanhado por um cartoon de um urso em uniforme do Exército Vermelho examinando uma nota de dólar com uma lupa, o artigo proclamava que as contradições e crises do capitalismo monopolista dos EUA estavam acabando com a dominação global do dólar, e que grandes economias haviam começado a se mover para ouro e moedas mais seguras como reservas de valor.

A crise financeira de 2008, a invasão da Ucrânia pela Rússia, as tarifas de Trump e as ameaças de invasão dos aliados dos EUA, e a guerra em andamento com o Irã inspiraram previsões semelhantes de que a paciência mundial com a ordem monetária do pós-guerra está se esgotando. Parece lógico que nenhum grande ator da economia mundial queira continuar dependente da moeda de uma potência errática para seu comércio e poupança.



O status do dólar americano como moeda fiduciária – não é lastreado por nenhum metal precioso desde que Nixon encerrou a convertibilidade do dólar em ouro em 1971 – há muito tempo é visto como frágil, dado o deterioramento dos déficits de conta corrente e fiscais dos Estados Unidos. Ainda assim, o dólar continua sendo (ver quadro acima) a moeda mais utilizada no comércio e nas finanças globais, com o euro em um distante segundo lugar. Embora a China tenha se tornado a segunda maior economia e “fábrica do mundo”, o uso internacional do Renminbi permanece pequeno em comparação, ficando muito atrás até mesmo da libra esterlina britânica e do iene japonês – decepcionando aqueles que argumentam que o RMB está prestes a se tornar a próxima moeda hegemônica.

O domínio global do dólar deu aos Estados Unidos o “privilégio exorbitante” de tomar empréstimos em sua própria moeda de várias partes do mundo. Teoricamente, os EUA não podem se tornar inadimplentes, pois Washington sempre pode imprimir mais dinheiro para pagar e pagar sua dívida. Ela pode comprar produtos e serviços de todo o mundo com dólares gerados do nada, sem precisar oferecer uma quantidade equivalente de produtos e serviços em troca.

Nenhum outro país poderia sustentar déficits fiscais e comerciais dessa escala sem enfrentar a falência. Ao mesmo tempo, todos os países que dependem do dólar estão à mercê das flutuações das taxas de juros dos EUA, especialmente países em desenvolvimento. O choque Volcker de 1979, que elevou as taxas para mais de 20% e desencadeou uma crise internacional da dívida, ofereceu uma ilustração dolorosa dos perigos da dependência do dólar. No entanto, apesar de erupções periódicas de descontentamento, o dólar tem sido hegemônico como moeda fiduciária (1971–2026) por mais do que o dobro do período em que sua hegemonia era garantida pelo ouro (1945–1971).

O que sustenta essa hegemonia, em que circunstâncias ela pode terminar e o que pode vir depois? Economistas tradicionais tendem a focar em “externalidades de rede” ou efeitos de onda para explicar a persistência do sistema do dólar. Como a maioria dos países e empresas depende de dólares, é difícil para qualquer ator individual se separar e começar a usar outra moeda. A literatura econômica também enfatiza a profundidade incomparável, sofisticação institucional e estabilidade dos mercados de ativos em dólar.

No entanto, se esses fatores fossem suficientes para manter a hegemonia de uma moeda, então a era da hegemonia da libra esterlina não teria terminado. No final da Segunda Guerra Mundial, a libra esterlina ainda era a principal moeda, mesmo que a Conferência de Bretton Woods em 1944 já tivesse estabelecido um sistema monetário internacional ancorado no dólar, com uma convertibilidade fixa de ouro de \$35 por onça. O Império Britânico manteve o controle de vastos territórios, muitos dos quais estavam ligados à sua moeda. Em 1947, quase 90% dos ativos cambiais do mundo ainda estavam em libras esterlinas.

No entanto, à medida que o Império Britânico se desintegrava, a hegemonia da libra esterlina rapidamente desmoronou, à medida que empresas e países – incluindo ex-colônias e protetorados britânicos recém-independentes – passaram a migrar para o dólar. Londres permaneceu um centro financeiro líder, mas os bancos da cidade converteram seus negócios em libras esterlinas em dólares em

dólares. Na verdade, a ascensão de Londres como um centro offshore do dólar ajudou a impulsionar o dólar para a dominação global.

A resistência do dólar, portanto, não pode depender apenas de sua vantagem atual e da profundidade dos mercados financeiros em dólares em Nova York. Fatores institucionais e preferências existentes em finanças privadas importam em tempos comuns. Mas em momentos de crise, o poder militar dos EUA frequentemente entrou em cena.

Minha [pesquisa](#) demonstrou como um pilar-chave do sistema global de dólares desde o fim da Segunda Guerra Mundial tem sido o guarda-chuva de segurança que os Estados Unidos fornecem à maioria das economias capitalistas ricas (Europa e Japão) e aos produtores de commodities (notadamente exportadores de petróleo do Oriente Médio).

Com o maior aparato exportador de armas do mundo e a rede de bases mais extensa, os EUA garantem que seus aliados mantenham grandes reservas de ativos em USD e realizem seu comércio em dólares em troca de proteção. A dependência dos EUA para defesa – baseada nas compras de armas americanas por um país e na presença de tropas americanas em seu território – está altamente correlacionada com a posse de títulos do Tesouro dos EUA, bem como de outros ativos em dólares. Sob o que chamo de nexo dólar-segurança, os países capitalistas mais ricos e os principais exportadores de petróleo permaneceram intimamente ligados ao sistema dólar. Esse arranjo significa que outros países que buscam acessar esses mercados ou fornecimentos de energia também devem usar o dólar.

Desde o auge da Guerra Fria, grandes players econômicos ocasionalmente tentaram diversificar suas reservas e negociar em outras moedas. A Alemanha Ocidental, por exemplo, começou a trocar suas reservas de dólares por ouro em meio à deterioração da balança de pagamentos dos EUA no final dos anos 1950. Produtores árabes de petróleo consideraram faturar suas exportações de petróleo em uma cesta de moedas na década de 1970. No início dos anos 2000, o Iraque de Saddam Hussein passou a denominar as vendas de petróleo por alimentos da ONU em euros em vez de dólares. Em cada caso, Washington recorreu à influência militar – seja por meio de incentivo, coerção ou invasão aberta – para trazer esses países de volta à sua área de influência.

Claro, a resiliência da hegemonia do dólar não garante sua permanência. Desde 2000, embora a maioria dos títulos do Tesouro dos EUA detidos globalmente permaneça em países militarmente dependentes dos Estados Unidos, uma parcela crescente migrou para contas em centros financeiros offshore como [as Ilhas Cayman](#), assim como para a China, a primeira grande potência que não é apenas independente do guarda-chuva de segurança de Washington, mas também rival geopolítico.

Essa erosão do nexo dólar-segurança – agravada pelo aumento dos déficits fiscais e de conta corrente dos EUA – poderia ter desencadeado uma transição global para longe da moeda americana. No entanto, até agora, isso não se concretizou. Em vez disso, testemunhamos uma consolidação do domínio do dólar

sobre a economia global após sucessivas crises, incluindo aquelas originadas nos próprios Estados Unidos.

Uma razão importante para essa transição estagnada é a falta de uma alternativa viável. As falhas de design do euro, em particular a falta de autoridade fiscal e política centralizada, limitaram seu uso fora da Europa. O Renminbi parece um candidato mais plausível. Como a maior economia fora do guarda-chuva de segurança dos EUA, a China certamente está na posição global mais forte para desafiar a hegemonia do dólar.

Promover o uso internacional do RMB tem sido um objetivo declarado dos formuladores de políticas chineses desde a crise financeira global de 2008. No entanto, o Partido Comunista Chinês tem permanecido vigilante contra a abertura financeira, mantendo um regime rigoroso de controle de capitais para evitar fugas de capitais. Isso impediu que o RMB se tornasse livremente conversível, suprimindo a demanda global pela moeda.

Devido à inconvertibilidade do RMB, seus detentores, incluindo [a Rússia](#) – que tem realizado grande parte de seu comércio com a China em RMB desde que foi expulsa do sistema do dólar pelas sanções dos EUA – precisam encontrar maneiras caras e muitas vezes opacas de converter o RMB no que relatórios dos bancos centrais russos chamam de 'moedas de estados hostis' (ou seja, USD e outras moedas ocidentais).

Muitos economistas ortodoxos e funcionários do FMI presumiram que o sistema financeiro chinês se tornaria progressivamente mais aberto após a adesão à OMC. Eles não reconheceram que seu fechamento não é simplesmente uma condição econômica. É um arranjo político enraizado na natureza do governo do PCC.

Ao contrário dessas expectativas, o sistema financeiro chinês seguiu na direção oposta. Dada a primazia constitucionalmente garantida da propriedade estatal, os detentores chineses de riqueza privada estão cautelosos quanto à segurança de seus ativos e ansiosos para realocá-los para jurisdições com proteções mais fortes para a propriedade privada.

Esses destinos são, em sua maioria, antigos ou atuais territórios britânicos com tradições consolidadas de common law, como Hong Kong, Singapura, Ilhas Cayman e os EUA. A pressão da fuga de capitais aumentou à medida que a economia chinesa entrou em um período de crise crescente na última década, sem um fim claro à vista. Isso, por sua vez, intensificou o impulso do PCC para endurecer os controles de capital.

Os mercados offshore de RMB – Hong Kong é o maior – deveriam servir como plataforma de lançamento para a internacionalização, proporcionando um pool de Renminbi livremente convertido. Mas a ansiedade de Pequim com a crescente diferença nas taxas de juros e avaliações entre RMB offshore e onshore, e os riscos resultantes de instabilidade financeira, desaceleraram sua expansão. Os depósitos offshore atualmente [representam](#) menos de 0,5% dos que estão em terra. Em comparação, mais depósitos em dólares são mantidos fora dos Estados Unidos do que dentro deles.

Uma parcela crescente do comércio chinês agora é realizada em RMB em vez de USD, impulsionada pelo crescimento do comércio com a Rússia. No entanto, como a China possui grandes superávits com a maioria de seus parceiros comerciais, isso não levou a um acúmulo substancial de RMB offshore. Se dois países além da China – Arábia Saudita e Brasil, por exemplo – desejassem negociar entre si em Renminbi em larga escala, eles enfrentariam imediatamente o problema da escassez de Renminbi nos mercados offshore. Se eles fechassem transações no país na China, encontrariam oportunidades de investimento limitadas e restrições significativas para transferir seu dinheiro para fora do país.

Se a China tivesse optado por maior abertura financeira e tornado o Renminbi totalmente conversível, provavelmente já teríamos testemunhado uma erosão significativa da primazia do dólar. Muitas economias na Ásia, incluindo aquelas dependentes da China dentro da Iniciativa do Cinturão e Rota, podem ter iniciado um processo de desdolarização ao contrair empréstimos denominados em RMB da China e aumentar o uso do RMB no comércio. Isso ao menos marcaria o fim da hegemonia do dólar dentro da esfera de influência da China, que se expandiu rapidamente nos últimos anos à medida que a influência geopolítica americana na Ásia diminuiu.

Assim, justamente quando o guarda-chuva militar global dos EUA – a base de longa data da hegemonia do dólar – começa a mostrar sinais de enfraquecimento, o estado-partido do PCC está, inadvertidamente, prolongando a dominância do dólar. Na ausência de uma reforma financeira profunda na China, o atual impasse, no qual o mundo permanece relutantemente preso ao sistema do dólar, provavelmente persistirá. É irônico que, à medida que a rivalidade EUA-China se intensifica, o controle da China sobre sua economia se torne um fator-chave para a permanência do império americano.