UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

THOMAZ DE MORAES ANDRADE

Comércio internacional e hegemonia monetária: ascensão dos BRICS e desdolarização

CAMPINAS
2024

THOMAZ DE MORAES ANDRADE

Comércio internacional e hegemonia monetária: ascensão dos BRICS e desdolarização

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti

CAMPINAS
2024

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)
Biblioteca do Instituto de Economia
Luana Araujo de Lima - CRB 8/9706

An24c

Andrade, Thomaz de Moraes, 1997-
Comércio internacional e hegemonia monetária : ascensão dos BRICS e desdolarização / Thomaz de Moraes Andrade. – Campinas, SP : [s.n.], 2024.

Orientador(es): Bruno Martarello De Conti.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Instituto de Economia.

1. Finanças internacionais. 2. Dolarização. 3. Países do BRICS. 4. Hierarquia monetária. 5. Renminbi. 6. Comércio internacional. 7. Reservas internacionais. 8. Novo Banco de Desenvolvimento. I. Conti, Bruno Martarello De, 1982-. II. Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). Instituto de Economia. III. Título.

Informações complementares

Título em outro idioma: International trade and monetary hegemony : rise of BRICS and de-dollarization
Palavras-chave em inglês:
International finance
Dollarization
BRICS countries
Monetary hierarchy
Renminbi
International trade
International reserves
New Development Bank
Titulação: Bacharel em Ciências Econômicas
Banca examinadora:
Bruno Martarello De Conti [Orientador]
Júlia Teixeira Leal
Data de entrega do trabalho definitivo: 28-11-2024

THOMAZ DE MORAES ANDRADE

Comércio internacional e hegemonia monetária:

ascensão dos BRICS e desdolarização

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Data de aprovação: 06 /12 /2024

Banca Examinadora

_____

Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti – Presidente da banca

Instituto de Economia, UNICAMP

_____

Ma. Júlia Teixeira Leal – Docente convidado

Universidade Federal Fluminense

AGRADECIMENTOS

A todos aqueles que contribuíram e apoiaram nesta jornada, minha profunda gratidão. Em particular quero agradecer o apoio da minha família, minha mãe e meu pai, sem os quais esta conquista não seria possível, sua fé em mim ajudando a atravessar as dificuldades. Aos diversos amigos e colegas, que na forma de apoio, debate e conselho nos momentos mais difíceis foram inestimáveis para estar de pé aqui agora. Entre muitos, obrigado Ana, Gisele, Júlia, Laura, Lilian, Lucas, Nicholas, Rodrigo. Sou abençoado por ter amigos como vocês. Aos diversos professores que me guiaram neste caminho, agradeço por em cada passo me mostrarem o quão grande é este mundo. Ainda há tanta coisa para aprender e descobrir, como muito a se fazer.

Obrigado Gabriela, por sua companhia, apoio, carinho nesta reta final. Tê-la ao meu lado aqui ao final tornou todo o peso desse caminho tão mais leve. Eu te amo.

RESUMO

Este trabalho analisa a posição atual do dólar americano no Sistema Monetário Financeiro Internacional (SMFI) e investiga potenciais processos de desdolarização, com foco especial no papel dos BRICS. A pesquisa realiza uma revisão histórica do uso do dólar no SMFI, como exame empírico de dados do COFER (*Composition of Official Foreign Exchange Reserves*) e da BIS *Triennial Survey* para avaliar mudanças recentes na hierarquia monetária internacional. Embora os resultados não indiquem um processo claro de desdolarização, observa-se uma diminuição no uso de moedas secundárias tradicionais como o Euro e o Yen japonês, com crescente participação de moedas periféricas, especialmente o Renminbi chinês. O estudo também analisa iniciativas dos BRICS como o *New Development Bank* (NDB) e propostas de uma moeda comum, avaliando seus potenciais impactos na ordem monetária internacional. Conclui-se que, apesar da manutenção da centralidade do dólar, existem mudanças graduais na hierarquia monetária internacional, particularmente relacionadas à ascensão da China e seu papel nos BRICS.

Palavras-chave: Finanças internacionais; Dolarização; Países do BRICS; Hierarquia monetária; Renminbi; Comércio internacional; Reservas internacionais; Novo Banco de Desenvolvimento.

ABSTRACT

This paper examines the current position of the U.S. dollar in the International Monetary and Financial System (IMFS) and explores potential de-dollarization processes, with a special focus on the role of the BRICS. The research includes a historical review of the dollar's use in the IMFS, alongside an empirical analysis of data from the COFER (Composition of Official Foreign Exchange Reserves) and the BIS Triennial Survey to assess recent changes in the international monetary hierarchy. While the findings do not indicate a clear de-dollarization trend, a decline in the use of traditional secondary currencies such as the Euro and the Japanese Yen is observed, alongside a growing presence of peripheral currencies, especially the Chinese Renminbi. The study also examines BRICS initiatives, such as the New Development Bank (NDB) and proposals for a common currency, evaluating their potential impacts on the global monetary order. The conclusion highlights that, despite the continued centrality of the dollar, gradual shifts in the international monetary hierarchy are underway, particularly related to China’s rise and its role within the BRICS.

Keywords: International finance; Dollarization; BRICS countries; Monetary hierarchy; Renminbi; International trade; International reserves; New Development Bank.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Dendograma de clusters monetários 31
Figura 2 - Composição das reservas nominais dos bancos centrais 33
Figura 3 - Composição das reservas relativas dos bancos centrais 34
Figura 4 - *Turnover* de mercado cambial de balcão por grupo de moedas 38
Figura 5 - *Turnover* de mercado cambial de balcão por variação dos grupos de moedas 39
Figura 6 - Composição do Grupo 1 43
Figura 7 -Variação do Grupo 1 43
Figura 8 - Composição do Grupo 2 44
Figura 9 - Variação do Grupo 2 45
Figura 10 - Composição do Grupo 3 46
Figura 11 - Variação do Grupo 3 46
Figura 12 - Composição de moedas dos BRICS 48

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Clusters monetários 32
Tabela 2 - Variação Grupo 1 entre 2012-2023 36
Tabela 3 - Mercado cambial de balcão por moeda 41
Tabela 4 - Operações do NDB e *status* 53
Tabela 5 - Total de operações submetidas ao NDB por país 54
Tabela 6 - Operações requisitadas ao NDB pelo Brasil e seu *status* 54
Tabela 7 - Narrativas sobre o NDB e seus potenciais efeitos na governança global 57

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACR	Arranjo de Reservas de Contingência
AIIB	Asian Infrastructure Investment Bank
AUD	Dólar australiano
BIS	*Bank of International Settlements*
BMD	Banco Multilateral de Desenvolvimento
BRD	Bundesrepublik Deutschland
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
BRL	Real brasileiro
CAD	Dólar canadense
CDO	*Collateralized Debt Obligations*
CHF	Franco suíço
CIPS	*Cross Border Interbank Payment System*
CNY	Yuan chinês
COFER	*Composition of Official Foreign Exchange Reserves*
EUA	EUA da América
EUR	Euro
FED	*Federal Reserve System*
FMI	Fundo Monetário Internacional
GBP	Libra esterlina
HKD	Dólar de Hong Kong
HUF	Florim húngaro
INR	Rúpia indiana
JPY	Yen japonês
MGRE	Mecanismo Global de Reciclagem de Excedente
MXN	Peso mexicano
NDB	*New Development Bank*
NOK	Coroa norueguesa
NZD	Dólar neozelandês
PLN	Zloty polaco
RMB	Renmimbi chinês
RTNA	Reservas Totais Locais não Alocadas
RUB	Rublo russo

SEK	Coroa sueca
SDR	*Special Drawing Rights*
SGD	Dólar singapurense
SGM	Segunda Guerra Mundial
SMFI	Sistema Monetário Financeiro Internacional
TRY	Lira turca
TWD	Dólar taiwanês
USD	Dólar
ZAR	Rand sul-africano

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 13

1 ASCENSÃO DO DÓLAR E CONSTRUÇÃO DE SUA HEGEMONIA 14

1.1 A Hegemonia da Libra Esterlina e o Revés Pelo Dólar 14

1.2 Pós-Segunda Guerra Mundial - O Acordo de Bretton Woods e o Padrão Dólar-Ouro 17

1.3 Mudanças no SMFI no Final do Milênio - O Fim da Guerra Fria e as Crises do Século XXI 22

2 ANÁLISE DO COMPORTAMENTO RECENTE DE DIFERENTES MOEDAS NO SISTEMA MONETÁRIO FINANCEIRO GLOBAL 29

2.1 Introdução e metodologia 29

2.2 COFER 32

2.3 BIS *Triennial Survey* 2022 37

2.4 Moedas dos BRICS 47

2.5 Conclusão 48

3 BRICS NO SMFI E HORIZONTES TEÓRICOS SOBRE DESDOLARIZAÇÃO 51

3.1 Introdução 51

3.2 *New Development Bank* 51

3.3 Comércio em moedas locais e moeda comum dos BRICS 58

3.4 Abordagens teóricas sobre desdolarização 60

3.4.1 Pré-crise de 2008 e pós-crise 60

3.4.2 Análise recente e papel dos BRICS 63

4 Conclusão e considerações finais 66

REFERÊNCIAS 70

INTRODUÇÃO

O debate teórico sobre a desdolarização remonta à segunda metade do século XX, especialmente após a reconstrução da Europa e do Japão. Desde a conferência de Bretton Woods, realizada após a Segunda Guerra Mundial, até o fim do padrão-ouro e o choque de juros promovido por Paul Volcker em 1979, a política econômica de Washington tem gerado incômodos e críticas constantes.

Esse descontentamento foi temporariamente interrompido durante o período de euforia que seguiu o fim da Guerra Fria e a virada do milênio, mas ressurgiu com a crise dos *subprimes* em 2008. Considerada a pior desde a Grande Depressão de 1929, a crise motivou reflexões profundas sobre suas causas. Diversos estudiosos concluíram que um fator central foi a posição privilegiada do dólar, descrita pelos franceses como um *un privilège exorbitant*. Esse privilégio permite aos EUA da América (EUA) emitir a moeda central do sistema internacional, acumulando déficits comerciais ilimitados, enquanto são financiados pelo resto do mundo e, ao mesmo tempo, exportam suas crises para outras economias.

Em busca de alternativas, a atenção voltou-se para os BRICS — acrônimo cunhado em 2001 pelo economista do Goldman Sachs, Jim O'Neill, originalmente sem o "S", referindo-se às principais economias emergentes da época: Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. Para muitos analistas, esses países poderiam estabilizar o sistema internacional e desafiar a hegemonia de Washington, à medida que avançam em direção ao pleno desenvolvimento.

Diante desse contexto, o presente trabalho tem como objetivo analisar a posição do dólar na economia e no comércio internacional, investigando se há um processo de desdolarização em curso e qual o papel dos BRICS nesse fenômeno. Vale ressaltar que o estudo não pretende prever uma eventual desdolarização, mas sim apresentar as evidências disponíveis e apontar tendências observáveis.

Na seção 2, será feita uma recapitulação histórica da construção da hegemonia do dólar no sistema monetário financeiro internacional. A seção 3 apresenta uma análise empírica das moedas no sistema internacional, com base em dados do Fundo Monetário Internacional (FMI) e na pesquisa trienal do Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements*, cuja sigla em

inglês é BIS) sobre o mercado de câmbio secundário. O foco será a hierarquia monetária internacional e o comportamento das moedas em diferentes posições.

Na seção 4, serão examinados os principais esforços dos BRICS para desafiar a ordem internacional centrada no dólar, bem como as principais teorias sobre desdolarização. Por fim, na seção 5, serão apresentadas as conclusões e considerações finais do estudo.

1. ASCENSÃO DO DÓLAR E CONSTRUÇÃO DE SUA HEGEMONIA

1.1 A Hegemonia da Libra Esterlina e o Revés Pelo Dólar

Sabe-se que após as guerras napoleônicas a Inglaterra consolidou-se como principal *hegemon* econômico da Europa, assim como de todo o sistema-mundo. A primeira e a segunda revolução industrial possibilitaram a construção de riqueza em uma escala nunca antes vista pela humanidade, permitindo pela primeira vez um povo projetar poder por todo o planeta. O Império Britânico, com seu domínio através de poderio econômico e militar, possibilitou a intensificação do comércio internacional com o centro do sistema nas Ilhas Britânicas.

De tal forma, o sistema financeiro inglês, central ao processo de industrialização, com o papel fundamental do Banco da Inglaterra, era o principal centro de finanças para o sistema capitalista ao longo do século XIX e início do século XX, com a Libra Esterlina tendo protagonismo como a moeda-chave do SMFI. Apesar de existirem outros polos financeiros na Europa com suas moedas próprias, como o Franco Francês, o Marco Alemão e a Lira Italiana, tais moedas tinham caráter secundário no sistema. Enquanto do outro lado do Atlântico, apesar do crescimento expressivo dos EUA ao longo da segunda revolução industrial, Nova Iorque e seu centro financeiro não se tornaram um polo na mesma escala de outros países europeus. Mesmo com sua economia e exportações crescendo vigorosamente, o dólar era quase inexistente como moeda no comércio internacional, salvo interações comerciais com o Canadá enquanto nação fronteiriça[1].

[1] Eichengreen, 2011, p. 13.

Isso se deve a dois fatores. O primeiro é que apesar de existirem outros centros financeiros na Europa, a City Londrina era de longe a preponderante. O Império Britânico, com seu mercado extenso e comércio em escala global, condicionava que qualquer um que fizesse comércio com suas partes passasse por Londres para fazê-lo.

Além disso, seu mercado financeiro de seguros, aceites comerciais e crédito era bastante maduro e bem desenvolvido, com uma estabilidade de preços e liquidez ímpar, tornando-o profundamente competitivo para a realização de comércio internacional[2]. E naturalmente isso significava fazer transações denominadas na Libra, que por consequente obrigava os países que realizavam operações na City a possuírem reservas em Libra. Portanto, a Libra tornava-se central ao sistema, caracterizando uma convenção dentro do comércio internacional, independente das possíveis preferências de Berlim ou Paris. O segundo motivo era a estrutura do sistema financeiro americano, onde não havia um Banco Central para agir na estabilização do nível de preços, como na compra de aceites comerciais para a execução do comércio. A razão disso se deve à forte resistência à criação de uma autoridade bancária central, que vem desde a sua fundação na tradição política jeffersoniana de desconfiança com instituições de estado fortes, se contrapondo às tentativas de Alexander Hamilton de imitar o modelo inglês do Banco da Inglaterra (Eichengreen, 2011). Por fim, havia limitações de bancos privados para operar no exterior, tornando praticamente inviáveis operações financeiras utilizando o dólar no comércio internacional.

A ausência dessas instituições gerava atritos e custos de operação para a execução do comércio internacional americano, assim como instabilidade enorme devido a um setor financeiro profundamente especulativo e sem nenhuma instituição capaz de estabilizar seu funcionamento. Com a fundação do Federal Reserve System através do Federal Reserve Act de 1913, a economia americana se tornou mais resiliente à instabilidade financeira, além de finalmente ser capaz de operar no comércio internacional com instituições próprias[3]. A compra de aceites comerciais pelo Federal Reserve System (FED) teve um profundo efeito estabilizador no comércio, assim como a autorização de bancos nacionais americanos para

[2] Eichengreen, 2011, p. 18
[3] *ibidem*, p. 26-28.

finalmente operar no exterior às vésperas da Primeira Guerra Mundial. A Libra enquanto isso começou a se desestabilizar após o primeiro ano de guerra, chegando a uma reversão de posições no SMFI:

> "*In January 1916, with American support, the British government succeeded in pegging sterling to the dollar. But even if the British authorities succeeded in stabilizing sterling for the moment, this did not create confidence that it would remain stable, given massive wartime budget deficits and the rapid rise of British prices. Predictably, the pound began falling when American support was withdrawn at the end of the war. Within a year it had lost a third of its value, more even than when Napoleon returned from Elba in 1815. All the while the dollar remained pegged to gold. It was not surprising that American importers and exporters saw the dollar as the more attractive unit in which to do business. And what was true of merchants and traders in the United States was true of those in other countries*." (Eichengreen, 2011, p. 27)

Apesar de um interregno de adaptação pelos operadores do sistema, pouco a pouco o dólar se tornou a moeda central na hierarquia monetária. Com o continente europeu devastado pela guerra, os EUA assumiram também a posição de disponibilizar bens e, mais importante, crédito para a reconstrução. O qual não foi emitido de forma muito criteriosa.

> "*All through the 1920s capital flowed from the United States, where it was abundant, to Europe, where it was scarce. American banks arranged bond issues for European governments and corporations, denominating them in dollars so they could be marketed to American investors. They opened storefronts to pitch them to retail customers. This high-pressure salesmanship should have been a warning. As inexperienced U.S. financial institutions rushed into the field, they extended increasingly dubious loans. (...) Inexperienced U.S. banks enthusiastically underwrote, and their clients enthusiastically subscribed, bonds issued on behalf of German cities for the construction of municipal swimming pools, a form of liquidity that did not directly enhance the capacity to repay. Eighty years later American borrowers got even by selling German banks collateralized debt obligations backed by those same subprime loans*". (Eichengreen, 2011, p. 31)

Após a reconstrução ser finalizada e as indústrias europeias retomarem suas operações, a combinação entre redução da demanda por via das exportações rumo ao velho continente, causando dificuldades às finanças das empresas estadunidenses que contraíram crédito com expectativas de demanda infinita, como o crédito de qualidade dúbia de clara estrutura Ponzi, geraram um *crash* deflagrando a crise de 1929[4].

Por consequência, a contração do comércio ocorreu de forma generalizada, com países tradicionalmente praticantes políticas de livre comércio como os Países

[4] Eichengreen, 2011, p,32

Baixos incorporando tarifas às importações de 25%[5]. O crédito vibrante do pós-primeira guerra saindo dos EUA para outros países praticamente desapareceu e uma crise de insolvência percorreu o sistema bancário americano, bem como a disponibilidade de dólares para realizar comércio arrefeceu.

Enquanto isso em outros países, a crise se espalhava, a interrupção dos pagamentos do Tratado de Versalhes pela Alemanha agravou a crise na Inglaterra, onde os esforços do seu governo para combatê-la foram interpretadas pela sua população como uma tentativa de salvar o sistema financeiro depreciando a Libra pelo abandono do padrão ouro[6]. Assim, a corrida foi para converter dólares em ouro, o que fez o FED reagir aumentando a taxa de juros em dois pontos percentuais em menos de um mês para estabilizar o dólar, expandindo a crise no sistema bancário:

> "*Although the dollar exchange rate was stabilized by its aggressive action, the same cannot be said of the banking system. In October alone, 500 banks failed. In the six months from August 1931, nearly 2,000 went under. Such are the effects of raising interest rates in a financial crisis*." (Eichengreen, 2011, p. 36)

Isso em contrapartida fez outras moedas se depreciarem, tornando suas exportações por fim mais baratas e provendo ao menos uma impressão de recuperação. Outra reação frente à crise foi a venda de moedas de reserva pelos bancos centrais, particularmente de dólares, uma vez que com a redução do comércio haveria uma menor necessidade de divisas.

O mesmo não ocorreu com a Libra, uma vez que os membros do *Commonwealth* mantiveram entesouradas suas divisas como forma de demonstrar apoio a Londres, enquanto os outros membros vassalos do Império Britânico não tinham a opção de fazer o contrário.

1.2 Pós-segunda guerra mundial - O acordo de Bretton Woods e o padrão dólar-ouro

No imediato pós-segunda guerra, o acordo de Bretton Woods e as instituições que emergiram, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco

[5] *ibidem*, p. 33.
[6] *ibidem*, p. 35.

Mundial, determinariam a nova ordem do SMFI. E não poderia ser diferente no novo mundo bipolar, mesmo dentro do bloco capitalista, uma vez que as moedas secundárias tiveram sua influência afetada pelos impactos da guerra, e sua nova relação com a moeda-chave do sistema tornou uma competição com o dólar impraticável[7]. Isso se deve a três fatores, o primeiro deles era a própria essência do processo de reconstrução da Europa e do Japão com o Plano Marshall e o Plano Dodge. De forma simplificada, um dos objetivos desses planos e da oferta de crédito era de evitar uma escassez de divisas por parte dos países que estariam importando muitos bens dos EUA para sua reconstrução. A ausência dessas medidas poderia motivar um movimento protecionista, fragmentando o recém- criado bloco capitalista:

> "(...) *with reconstruction and the peacetime reconversion of wartime armaments factories, Europe and Japan would immediately regain the capacity to earn the dollars needed to purchase imports. But in practice, reconversion took time. And exporting manufactures required first importing the capital equipment and other inputs required to produce them. The exports couldn't come first*." (Eichengreen, 2011, p. 47-48)

O segundo fator era a possibilidade de moedas candidatas a uma posição de moeda secundária no SMFI.O Reino Unido continuava com sua economia instável no pós-guerra, com a libra refletindo esta situação. O fato de ela continuar sendo a segunda moeda mais aceita em reservas se deve ao comportamento do *Commonwealth* ou nas colônias remanescentes do Império, em que os países eram forçados por Londres a manter suas enormes quantidades de títulos de dívida acumulados durante a segunda guerra através de um rígido controle de capitais a fim de manter uma valorização artificial da Libra. Seria só com uma exigência dos EUA, em 1946, de pré-condição para a emissão de crédito para reconstrução das ilhas que essa restrição seria removida, e a Libra, por fim, se desvalorizou drasticamente[8].

Enquanto isso, os franceses e o franco não se encontravam em uma situação muito mais confortável. Problemas estruturais persistiam como herança da devastação das duas guerras mundiais, assim como a crise de seu império colonial, em especial na Argélia, ao longo do processo de descolonização. A crise foi tão grave que até De Gaulle, herói nacional, retornou de sua aposentadoria para trazer

[7] *ibidem*, p. 49.
[8] *ibidem*, p. 40-42.

ordem ao caos em que a França se encontrava. E como desdobramento, o financiamento dessa crise generalizada se tornou uma crise econômica, um déficit persistente em sua balança de pagamentos fez as reservas francesas caírem a 1/3 do que tinham antes do escalar da crise. Somado a isso uma política monetária expansionista para financiar os déficits governamentais e evitar uma desvalorização, com o temor que pudesse conflagrar a população a protestos, era, enfim, incontornável - a desvalorização cambial era iminente. Apenas em 1958 a situação se tornaria estável, depois de duas desvalorizações cambiais[9].

Já na Bundesrepublik Deutschland (BRD), ou Alemanha Ocidental, o marco estava em uma situação um pouco mais favorável. Após a reconstrução, a disciplina fiscal e monetária alemã já existente previamente às duas guerras mundiais retornou ao país, porém havia uma diferença crucial. Após a experiência de hiperinflação dos anos 1920, enraizou-se um pavor generalizado em relação à inflação e o descontrole dos preços. O Bundesbank, o banco central alemão, em moldes ordoliberais, refletia isso com uma política quase indiscutível, com estabilidade de preços e juros altos. Contudo, as altas taxas de juros usadas para combater a inflação faziam os ativos alemães atrativos ao capital internacional com seu diferencial de juros, levando a fluxos financeiros no sentido de Berlim, gerando maior pressão inflacionária que por fim fazia subir os juros, se retroalimentando[10].

A solução foi o controle de fluxo do marco alemão para não residentes. Logo uma interpretação dessa disposição institucional é a de que por mais que as pré-condições de uma moeda possivelmente secundária ou até capaz de fazer frente ao dólar estivessem presentes, havia um impedimento ideológico presente na sociedade e na política alemã devido à sua experiência histórica recente.

A situação das relações internacionais da BRD também não era favorável a essa postura: a presença de tropas americanas como proteção ao bloco socialista impelia o governo alemão a uma postura diplomática de apoiar a posição dos EUA, oferecendo concessões para se manter nas boas graças de Washington. E apesar da recuperação impressionante em sua reconstrução, a economia alemã não tinha vigor o suficiente para competir diretamente com o dólar.

---

[9] *ibidem*, p. 42-43.
[10] *ibidem*, p. 43-44.

O Japão também teve uma recuperação econômica vigorosa após a implementação do Plano Dodge, chegando a se tornar a segunda maior economia do mundo após a década de 1970. Mesmo apesar de sua ascensão econômica e de finalmente ser capaz de adquirir recursos dos países ao seu entorno, na Ásia, através do comércio, o yen praticamente não assumiu nenhum papel internacional em seu entorno - devido à memória recente entre os países da região e o destronado Império Japonês[11]. Mesmo que a situação diplomática fosse favorável, havia outro impedimento: a própria estratégia do Japão de crescimento através de exportações não era compatível com a internacionalização do yen, uma vez que era necessário um rigoroso controle do sistema financeiro.

> "*Their priority was export-led growth. They fostered export-oriented manufacturing using a hypercompetitive exchange rate and a battery of tax breaks and subsidies. They enlisted the Export-Import Bank of Japan and the Japan Development Bank, together with their influence over other financial institutions, to channel cheap investment finance to export industries*." (Eichengreen, 2011, p. 44)

E apesar de nos anos 1980 ocorrer uma mudança de mentalidade por parte da liderança japonesa, realizando reformas de liberalização econômica, a consequência foi aquém do plano:

> "*But their so-called Big Bang reforms, which removed restrictions on domestic and international financial transactions, did not work as planned. The Big Bang allowed large Japanese companies to access the corporate bond market. Seeing that they were losing their corporate clients, the banks scrambled for other customers, whom they found in real estate developers. The Big Bang spawned a massive real estate boom and bust whose consequences took years to clean up (shades of the subprime crisis). As a result, Tokyo never rose above second-tier financial-center status*." (Eichengreen, 2011, p. 45)

Um terceiro fator para a emergência de outras moedas era a impossibilidade de retornar ao padrão-ouro anterior, com cada país detendo reservas nacionais. Havia uma escassez de ouro para aquisição dos bancos centrais, uma vez que a maior parte das reservas estava sob posse dos EUA. Enquanto isso, a principal produção de ouro era realizada na África do Sul, e na URSS, opções não atraentes politicamente aos países do bloco capitalista segundo Eichengreen (2011). Logo, com as reservas de ouro do FED garantindo a conversibilidade em última instância por meio do dólar, os bancos centrais não viram outra escolha além de utilizarem a moeda americana como reserva.

---

[11] *ibidem*, 43-44.

> "*These facts placed the dollar and the United States in a unique position. American consumers and investors could acquire foreign goods and companies without their government having to worry that the dollars used in their purchases would be presented for conversion into gold. Instead those dollars were hoarded by central banks, for which they were the only significant source of additional international reserves. America was able to run a balance-of payments deficit 'without tears,' in the words of the French economist Jacques Rueff. This ability to purchase foreign goods and companies using resources conjured out of thin air was the exorbitant privilege of which French Finance Minister Valéry Giscard d'Estaing so vociferously complained*." (Eichengreen, 2011, p. 40)

Contudo, o sistema possuía algumas deficiências estruturais que se manifestaram após a conclusão da reconstrução do pós-guerra: ao final do processo, os países, agora operando normalmente no comércio global, incorreram em superávits crescentes, mesmo sem uma complementação pelo crédito estadunidense, fazendo com que o valor do passivo externo dos EUA começasse a superar a quantidade de ouro entesourada. Isso gerava um movimento duplo, onde:

> "Do ponto de vista da valorização patrimonial, sobretudo enquanto durou o teto da taxa de juros americano (Regulation Q), todos os agentes americanos no exterior, em particular suas filiais industriais e bancárias e os próprios bancos centrais europeus, passaram a usar o euro mercado para operações de aplicação de curto prazo de suas reservas em dólar. Como contrapartida a oferta de dólares se ampliou e permitiu que as empresas e os países deficitários, primeiro a Europa e depois o resto do mundo, pudessem usar créditos denominados em dólar muito além do que a expansão da base monetária dos respectivos países de origem permitia." (Tavares, 1997, p. 31)

Esta conjuntura gerou uma insegurança e inflou as expectativas sobre ocorrer algo similar a uma corrida bancária, engendrando uma desconfiança dos mercados financeiros e suas primeiras apostas contra o dólar nos anos 1960[12]. Como apontou Eichengreen (2011):

> "*There was an obvious flaw in a system whose operation rested on the commitment of the United States to provide two reserve assets, gold and dollars, both at a fixed price, but where the supply of one was elastic while the other was not*." (Eichengreen, 2011, p. 50)

Como resultado, surgiu uma interpretação que ficou conhecida como o Dilema de Triffin ou Paradoxo de Triffin, cunhado pelo economista belga-estadunidense Robert Triffin, segundo o qual, caso os EUA optassem por contornar o problema limitando a oferta monetária para outros países, isso incorreria em uma contração do comércio e de seu crescimento. Contudo, caso continuasse a

[12] Eichengreen, 2011, p. 50.

prover liquidez ao sistema, sua capacidade de manter sua convertibilidade com o ouro seria restringida[13]. Vários projetos de tentativa de estabilização foram implementados, como por exemplo o *Gold Pool* de 1964.

> "*In 1961 the United States sought to address the problem by proposing an arrangement, the Gold Pool, in which other countries agreed to hold onto their dollars and reimburse the United States for half of its gold losses.27 Charles Coombs, vice president of the New York Fed, negotiated it on behalf of the administration. The Gold Pool was a blatantly asymmetric arrangement in which all the transfers went one way. It was an indication of the extent to which the structure of the system had other countries over a barrel*." (Eichengreen, 2011, p. 51)

Não obstante, apesar de todas as medidas terem sido capazes de atenuar o problema, o dilema em si persistia, chegando à beira de uma crise com a guerra Árabe-Israelense e o fechamento do Suez em 1967. As especulações contra o dólar criaram uma fuga enorme de ouro partindo dos EUA chegando a meio bilhão de dólares por dia.

> "*The price of gold shot up. Obliged as they were to drive it back down, the remaining members of the Gold Pool sold $1 billion of gold in November and another $1 billion in December. By March U.S. gold losses were running half a billion dollars a day. One Swiss bank reportedly had to strengthen its vault to contain all the privately held gold that was flooding in*." (Eichengreen, 2011, p. 58)

1.3 Mudanças no SMFI no Final do Milênio - O Fim da Guerra Fria e as Crises do Século XXI

> "As crises que instabilizaram a economia mundial na década de 70 foram seguidas de dois movimentos de reafirmação da hegemonia americana no plano geoeconômico (diplomacia do dólar) e no plano geopolítico (diplomacia das armas) que modificaram, profundamente, o funcionamento e a hierarquia das relações internacionais a partir do começo da década de 80. As consequências dos desajustes provocados pela política norte-americana ainda não terminaram e seus efeitos globais não podem ser ainda inteiramente avaliados, quer do ponto de vista da inauguração de uma nova divisão internacional do trabalho, quer mesmo de uma trajetória provável da economia mundial nas décadas à frente" (Melin e Tavares, 1997, p .55)

Em 1968, houve uma reversão na política externa dos EUA com a eleição de Richard Nixon. Elegendo John Connally como secretário, a visão de Nixon era priorizar a posição dos EUA frente a outros países. Em relação aos europeus, a exigência era que assumissem mais custos de defesas dos EUA, como concessões

[13] *ibidem*, p. 50.

de liberalização de suas economias, gerando um antagonismo dentro do bloco capitalista que, em um dado momento, culminou na decisão unilateral do governo Nixon em 1971 de interrupção da conversão entre o dólar e o ouro após suas exigências não serem atendidas. Quase imediatamente, medidas protecionistas foram impostas por praticamente todos os países do bloco e a crise se acirrou. Até os europeus viram-se obrigados a ceder na forma da aceitação da desvalorização do dólar em relação ao ouro, em troca da remoção das medidas, como de que também o governo dos EUA não se colocaria na obrigação de converter dólar em ouro para outros governos[14].

Na prática, porém, o sistema se manteve o mesmo, com o dólar ainda atrelado ao ouro, mas sob uma taxa menor. E com a política fortemente deflacionária do FED atuando em ano eleitoral, o então presidente Nixon pressionou seu diretor, Arthur Burns, a aumentar a oferta monetária com uma diminuição da taxa de juros — pressão na qual ele cedeu "*So Burns goosed the money supply. Inflation accelerated. Pressure on the dollar intensified*" (Eichengreen, 2011, p. 61). Aqui temos o principal momento de fragilidade do dólar: uma dupla desvalorização em dois meses, inflação e descontentamento em alguns dos seus principais parceiros comerciais. Então, a decisão foi finalmente tomada em 1973, com o rompimento completo entre o dólar e o ouro, com as moedas agora operando em câmbio flutuante e pondo fim ao sistema de Bretton Woods.

Juntamente com a presidência do FED sendo assumida por Paul Volcker, inaugurou-se a política do dólar forte em 1979 com taxas de juros extremamente elevadas, revertendo o fluxo financeiro de volta aos EUA e causando uma insatisfação generalizada aos outros países do bloco. Esperava-se que fosse o fim do dólar como moeda central ao sistema, contudo duas coisas surpreendentes aconteceram: Não houve diminuição na demanda por reservas, mesmo após países penderem para câmbio flutuante (na prática, flutuação suja, com necessidade de reservas para realizar os ajustes); e que não houve afastamento pelo dólar, seja na precificação de commodities centrais como o petróleo[15].

Este movimento ficou conhecido na literatura econômica em Tavares (1997) como o processo de retomada da hegemonia americana no SMFI, em que:

---

[14] *ibidem*, p. 59-62.

[15] Aqui faz referência à quase quebra do acordo de comercialização de petróleo através do dólar, petrodólares. (Eichengreen, 2011, p. 65)

> “A partir daí o sistema de crédito interbancário orientou-se decisivamente para os EUA e o sistema bancário passou a ficar sob o controle da política monetária do FED, que dita as regras do jogo. As flutuações da taxa de juros e de câmbio ficaram novamente amarradas ao dólar, e através delas o movimento da liquidez internacional foi posta a serviço da política fiscal americana. A partir do início dos anos 80, todos os grandes bancos internacionais estão em Nova Iorque, não apenas sob *umbrella* do FED, mas também financiando obrigatoriamente - porque não há outra alternativa - o déficit fiscal americano.” (Tavares, 1997, p. 34)

A dívida pública americana se torna, portanto, o título de estabilização do mercado monetário e de crédito internacional.

> “O preço desta estabilidade tem sido a submissão dos demais países à diplomacia do dólar e o ajustamento progressivo de suas políticas econômicas ao desiderato do "equilíbrio global do sistema". Evidentemente, este ajustamento não se fez sem resistência.” (*ibidem*, p. 35)

Desta forma, a retomada da hegemonia americana ocorreu concomitantemente com a recuperaçã odo crescimento, que, segundo Tavares (1997), saiu do modelo tradicional de fomentar o crescimento através do mercado de capitais e agora opera através do circuito de crédito de curto prazo. De tal forma que seu déficit na balança comercial é compensado por transferências de poupança externa para dentro dos EUA através da conta de capitais, ou seja, as transferências financeiras financiam suas importações para que sejam mais baratas e capazes de modernizar sua indústria.

> “Tudo se passa como se cada vez que o FED joga títulos de dívida pública no mercado, ele tivesse certeza que os títulos serão colocados em todas as estruturas bancárias e junto a todos os rentistas de países desenvolvidos ou não. O fato essencial é que todo o mundo está financiando não apenas o Tesouro americano, especialmente seu componente financeiro, mas também os consumidores e investidores americanos. Desta vez, e ao contrário da década de 70, ocorreu transferência de "poupança real" e não apenas crédito, liquidez ou capital especulativo.” (Tavares, 1997, p. 41)

Logo, a mudança fundamental, de forma sintética, é que os EUA transitam do *modus operandi* de acumulação voltado à produção para o de detenção de patentes de alta tecnologia e ganhos financeiros em um processo de financeirização.

E em paralelo a todo cenário de volatilidade e instabilidade na esfera internacional, os países europeus cautelosamente iniciam os arranjos que viriam a culminar na formação da União Europeia e a criação do euro. Ao longo de toda a segunda metade do século XX, diversas nações na Europa discutiram entre si mecanismos de cooperação pautados em dois princípios: a criação de uma institucionalidade entre as nações europeias, capaz de impedir a eclosão de outra

guerra (tal qual a Primeira e a Segunda Guerra Mundiais) por meio da aproximação econômica e o fomento de uma autonomia à influência dos EUA no continente. Apesar de o principal incentivo vir da França e sua tradição de autonomia geopolítica, a ideia ganhou popularidade após o fim do modelo de Bretton Woods na década de 1970.

O desenho do euro tem como ponto de partida a Política Agrária Comum instaurada em 1962 (União Europeia, 2024), com um de seus princípios sendo o alinhamento dos incentivos agrícolas dos membros da Comunidade Econômica Europeia, com o objetivo de não haver desequilíbrios entre os países participantes. O principal problema desta política plurinacional era o fato de que as moedas dos membros não eram equivalentes; havia uma hierarquia na qual o marco alemão estava no topo, e o Bundesbank, intransigente com seu mandato de política monetária, na prática compelia os outros membros a oscilar as cotações de suas moedas, ou seja suas taxas de juros básicas, entre bandas em seu entorno no que ficou conhecido como “A Cobra no Túnel de Smithsonian”. E com os avanços das políticas unilaterais do governo Nixon, o primeiro esboço de uma união monetária foi por meio do Comitê de Werner, onde:

> “*The report of the Werner Committee, issued in October 1970, saw irrevocably locking exchange rates as essential for preservation of the Common Market and as insulating Europe from destabilizing monetary impulses from the United States. It proposed a Europe-wide system of central banks similar to the Federal Reserve System. It emphasized the need to coordinate the national budgets of the countries cohabiting in the monetary union. And it pointed to the desirability of a system of intergovernmental transfers to aid weak countries, analogous to the federal tax and transfer system through which funds are redistributed in the United States.*” (Eichengreen, 2011, p. 75)

E para contornar as críticas nacionalistas que inevitavelmente surgiriam, propôs-se um processo gradual e com moedas descentralizadas em um primeiro momento. No entanto, várias questões-chave de como esses bancos centrais iriam operar, onde seria a tomada de decisões e como seria coordenada a política fiscal e monetária ficaram em aberto. Ainda não estava claro também como funcionaria o sistema de transferências nacionais compensatórias, dada a desconfiança alemã em relação à França dentro deste novo cenário, o que resultou no veto pelo Bundesbank. Avanços graduais foram se acumulando nas décadas seguintes, o Sistema Monetário Europeu permitiu maior coordenação entre as taxas cambiais das diferentes moedas de maneira mais efetiva do que o sistema anterior do mecanismo

da Política Agrária Comum[16]. E com a incorporação do Mercado Comum em 1986 e o anúncio em 1988 do projeto de união monetária, o ritmo de unificação do continente corria bem, apesar de agora haver uma resistência francesa, uma vez que as discussões apontavam na direção de um banco central independente para essa nova moeda[17]. Este novo entrave sinalizava em outro atraso no processo de unificação europeu, contudo, algo que catalisou o processo ocorreu em 1989:

> "*What prevented this was, with hindsight, blindingly obvious: the end of the Cold War. The decision of European governments to negotiate a legally binding agreement on monetary union was taken in December 1989, little more than a month after the fall of the Berlin Wall and Kohl's announcement of a ten-point plan for German reunification*." (Eichengreen, 2011, p. 88)

E assim nascia o Banco Central Europeu, e em seguida o euro, este operando com um mandato similar ao do Bundesbank e de forma descentralizada pelo continente:

> "*The new central bank should be structured federally, like the Bundesbank. Its ability to finance government budget deficits should be limited, like the Bundesbank's. Countries should first bring down their inflation, budget deficits, and debts in order to participate. Budget deficits would have to be limited to 3 percent of national income, government debts to 60 percent. Exchange rates would have to be held stable. All these provisions went straight into the draft treaty agreed to at the summit in the Dutch city of Maastricht in 1991*." (Eichengreen, 2011, p. 89)

Em síntese, as duas décadas finais do século XX e a virada para o século XXI inauguraram uma nova era do SMFI, com o fim do sistema de Bretton Woods, a ascensão do euro como possível rival ao dólar e uma nova fase de globalização financeira, com importância crescente de países como China e Coreia do Sul. Era um admirável mundo novo, que viria a desabar com o deflagrar da crise dos *subprimes* de 2008. Não tendo a pretensão de se aprofundar em demasia nos pormenores deste evento, foi uma crise generalizada no sistema financeiro internacional após um colapso do mercado de hipotecas nos EUA. Para recapitulação, é importante compreender quais foram as condições que permitiram o desengatilhar e a expansão da crise. Para Eichengreen (2011), existem três vetores explicativos: Inovações financeiras de derivativos; Desregulamentação financeira,

[16] Eichengreen, 2011. p. 82
[17] *ibidem*, p. 88.

afastando-se dos controles de capitais impostos em Bretton Woods; Confiança na moeda americana e na capacidade do FED em suportar choques.

De maneira simplificada, o desenvolvimento das CDOs, *collateralized debt obligations,* ou obrigações de dívida colateralizada, é uma tecnologia financeira dentro da categoria dos derivativos, onde agregam-se ativos financeiros que por meio do efeito diversificação garante redução no risco individual deste mesmo derivativo - no caso das CDOs são hipotecas de categoria de risco elevado, onde de forma conjunta dentro do derivativo conseguiam *scores* de crédito mais elevados. Entretanto, o que se desvendou muito depois do deflagrar da crise é que essas hipotecas eram concedidas com pouco critério em uma cadeia de negligência, onde muitas eram acordadas a indivíduos conhecidos como *"NINJA"*, isto é, *no income, no job, and no assets*. Afinal, havia uma ausência de responsabilidade dos *traders* de ativos mobiliários, não requerendo certificação para operar e sem responsabilidade pessoal pelas hipotecas que realizavam, simplesmente ganhando suas comissões e passando à frente no sistema financeiro essas dívidas podres - para bancos, fundos de pensão e investimento, etc[18]. O agravante foi o início da criação de derivativos de derivativos até grau três, ou seja, derivativos de CDOs chamados de CDOs², derivativos destes também chamados CDOs³ também como Swaps de Falência - como um seguro caso, hipoteticamente, esses ativos se provassem podres. Logo, o sistema financeiro se expandiu através de quatro tipos de derivativos complexos e opacos, cuja fundação era um mercado hipotecário de crédito de baixa qualidade.

> "*Once the dominos were lined up, just one had to be toppled to bring them all tumbling down. The first domino was the residential property market, which peaked in 2006. The second, starting in 2007, was losses for specialized investment funds invested in complex securities backed by subprime mortgages. As CDO prices fell, investors received collateral calls and were forced to sell other securities. Declines in the prices of those securities then forced still other investors to sell. Before long, a full-fledged fire-sale was under way*." (Eichengreen, 2011, p. 102)

Cumpre mencionar que muito dessa catástrofe ocorreu como desdobramento de um retrocesso da regulamentação financeira dos EUA com a revogação do *Glass-Steagall Act* (através do *Gramm-Leach-Bliley Act* em 1999), que separava a operação entre bancos de investimento e bancos comerciais como também as operações de investimento em bancos tomadores de depósitos[19]. Pressionando uma competição no setor financeiro com a entrada dos bancos

[18] Eichengreen, 2011, p. 98.
[19] *ibidem*, p. 108.

comerciais em território dos bancos de investimento, a reação foi o aumento do risco de seus investimentos para adquirir um diferencial de retorno. Enquanto, lembrando, algo similar ocorria na Europa, com a desregulação de investimentos intra-UE, adoção dos mesmos mecanismos de administração de risco dos EUA e o processo crescente de globalização gerando uma contaminação internacional do sistema.

Sistema cuja fundação era o dólar, neste período visto como resiliente e seguro desde a política de dólar forte da década de 1970, com taxas de juros elevadas, mantendo a inflação sob controle e por um longo período. E, desde 1982, o FED vem gradativamente reduzindo a taxa básica até chegar a 1% a.a. no início do novo milênio[20], gerando um efeito duplo de oferecer um verniz de estabilidade ao sistema como também servir de tampão para que os juros das hipotecas permanecessem baixos. Este período de estabilidade com juros baixos, contraditoriamente, gerou uma maior instabilidade no sistema, pela crença de sua resistência a crises. O somatório destes fatores por si só já caracterizaria uma situação extremamente grave, contudo, o principal agravante era a capilaridade do sistema financeiro americano no cenário internacional, como também a persistência do dólar como moeda central ao sistema. Até as praças mais estáveis, como as europeias, foram impactadas, como também o extremo oriente, local que acumulou títulos da dívida americana de forma expressiva desde o processo de industrialização do Japão, até da Coreia do Sul e China.

[20] Federal Reserve Bank of St. Louis, 2024.

2. ANÁLISE DO COMPORTAMENTO RECENTE DE DIFERENTES MOEDAS NO SMFI

2.1 Introdução e metodologia

Nesta seção iremos trabalhar com duas bases de dados para realizar uma análise empírica sobre o comportamento das moedas no SMFI, a *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)* e a pesquisa realizada trienalmente pelo BIS, a *Triennial Central Bank Survey*, sendo a última edição de 2022.

Serão utilizados dados financeiros das diferentes moedas, observando a variação das reservas monetárias dos bancos centrais e os dados fornecidos pelas pesquisas da *BIS Triennial Survey* sobre mercado cambial secundário. A intenção é tentar observar mudanças no comportamento tanto das autoridades monetárias, como também dos agentes privados no SMFI, de acordo com sua demanda pelas diferentes moedas.

A análise terá como ano base 2010, seguindo até 2023 no caso do COFER e, até 2022, no caso da *BIS Triennial Survey* enquanto data máxima disponível uma vez que, infelizmente, a pesquisa seguinte só será disponibilizada ao final do ano de 2025.

A análise agrupou as diferentes moedas para facilitar a visualização, utilizando a metodologia proposta por Orsi (2019), na qual, através de uma técnica

de clusterização hierárquica utilizando diversas fontes de dados[21], a autora agrupou as principais moedas centrais, semi-periféricas e periféricas do SMFI.

De forma sucinta, a metodologia de clusterização é usada para explorar bases de dados analisando a relação entre os mesmos e consolidando o resultado em um número que qualifica os vários objetos da análise. A partir deste resultado é possível definir um número de grupos, clusters, para estabelecer mais elementos dentro de uma análise de dados.

A utilidade deste método é que ele é capaz de categorizar as moedas não apenas entre periféricas e centrais, como também observar as diferenças internas dentro dos dois grupos em seu grau e tipo de internacionalização (Orsi, 2019).

Desta forma, a clusterização pode ocorrer de duas formas: hierárquica e não hierárquica, onde na primeira o algoritmo tenta produzir opções de clusters para encontrar um resultado ótimo (*à posteriori*), enquanto na segunda, o número deve ser definido antes da aplicação do algoritmo (*à priori*). Orsi (2019) em seu trabalho justifica a utilização do primeiro método[22]:

> "*Our objective here is to find the optimal number of clusters that would group currencies with similar characteristics in order to understand the role of peripheral currencies in the international market. Although the literature on currency internationalisation identifies a dichotomy between central and peripheral currencies, which one can understand as two separate clusters, it does not discuss the differences between peripheral currencies. Thus, the literature does not suggest an optimal number of clusters, and for this, this empirical study has applied a hierarchical cluster analysis."* (Orsi, 2019, p. 69)

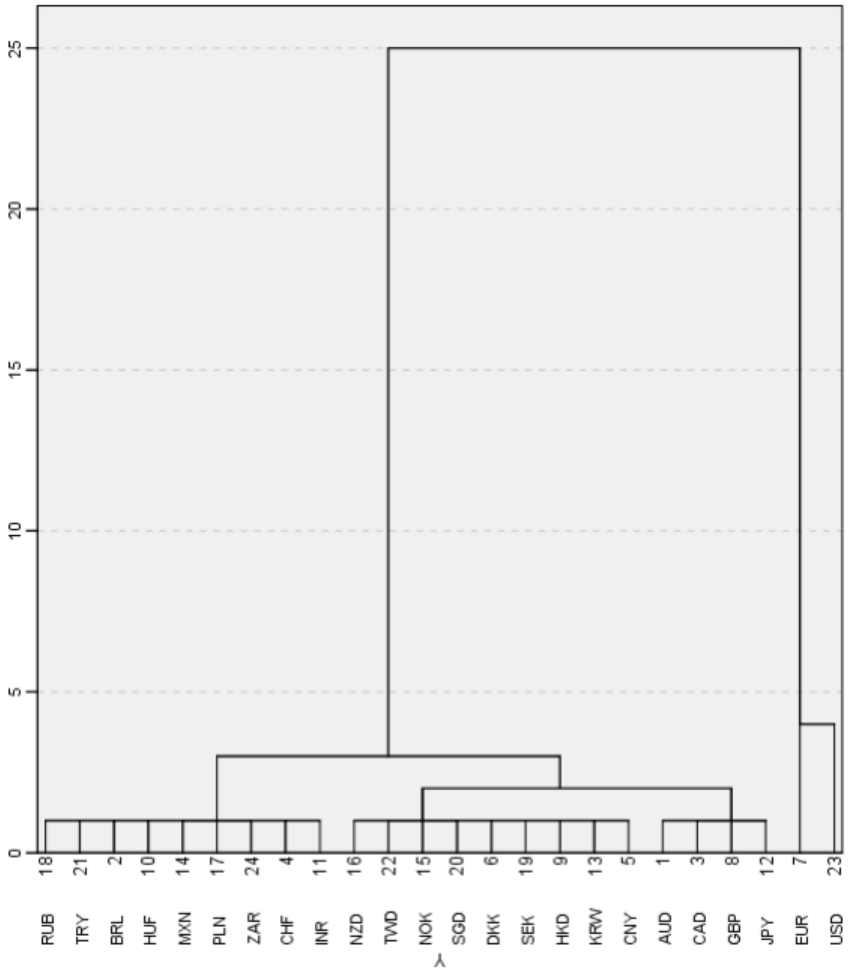
A partir do resultado é possível expressar os clusters de diversas formas gráficas, sendo o dendrograma a opção escolhida pela autora. Neste caso, no eixo vertical estão apresentados os estágios de aglomeração de elementos pelo

[21] As bases utilizadas são diversas para a totalização da denominação de importações, SWIFT e o *Triennial BIS Survey*, edição de 2019.

[22] Dentro deste método, há duas maneiras de utilizar o algoritmo, o método de aglomeração e o de divisão. Como o nome sugere o de divisão começa com um grupo englobando todos os elementos analisados que então é dividido em clusters cada vez menores, enquanto na aglomeração somam-se elementos para compor os clusters. A autora optou pelo método de aglomeração neste caso. Outro fator que deve ser mencionado é que também existem opções para o método de cálculo de distância dos elementos. A autora optou pelo método de Ward, onde utiliza o método de distância euclidiana que, de forma muito simplificadora, é um cálculo de distância no plano cartesiano que utiliza o teorema de Pitágoras para calcular a distância entre os pontos com n dimensões. Então o método de Ward toma como resultado analisando o erro das somas dos quadrados entre dois clusters para realizar sua medição (Orsi, 2019).

algoritmo, enquanto no eixo horizontal os elementos da análise estão organizados de tal forma que quanto maior a distância entre os elementos, maior sua dissimilaridade. Linhas horizontais caracterizam um cluster, enquanto linhas verticais indicam uma transição para agrupamentos mais abrangentes conforme os estágios do algoritmo avançam:

Figura 1 - Dendograma de clusters monetários



Fonte: Orsi(2019, p. 84). Elaboração da autora original.

Na tabela 1, temos o primeiro grupo de clusters identificados, vale ressaltar que a definição do número de clusters a serem utilizados em qualquer análise subsequente cabe a uma decisão subjetiva do pesquisador. Para Orsi (2019), a opção foi utilizar quatro clusters ao invés de cinco, implicando na aglomeração dos grupos três e quatro (*ibidem)*.

Nesta monografia, optou-se por utilizar cinco grupos, pois o interesse é observar o comportamento da heterogeneidade do SMFI com o maior grau de detalhe possível, sem a necessidade de olhar caso a caso, enquanto mantém um critério de agrupamento a fim de evitar cair em excessiva arbitrariedade.

Tabela 1 - Clusters monetários

Cluster/Grupo	**Moeda(s)**
USD	USD
EUR	EUR
1	AUD,CAD,GBP,JPY
2	DKK, HKD, KRW, NOK, NZD, SEK, RMB, SGD,
3	BRL, CHF, HUF, INR, MXN, PLN, RUB, TRY, ZAR

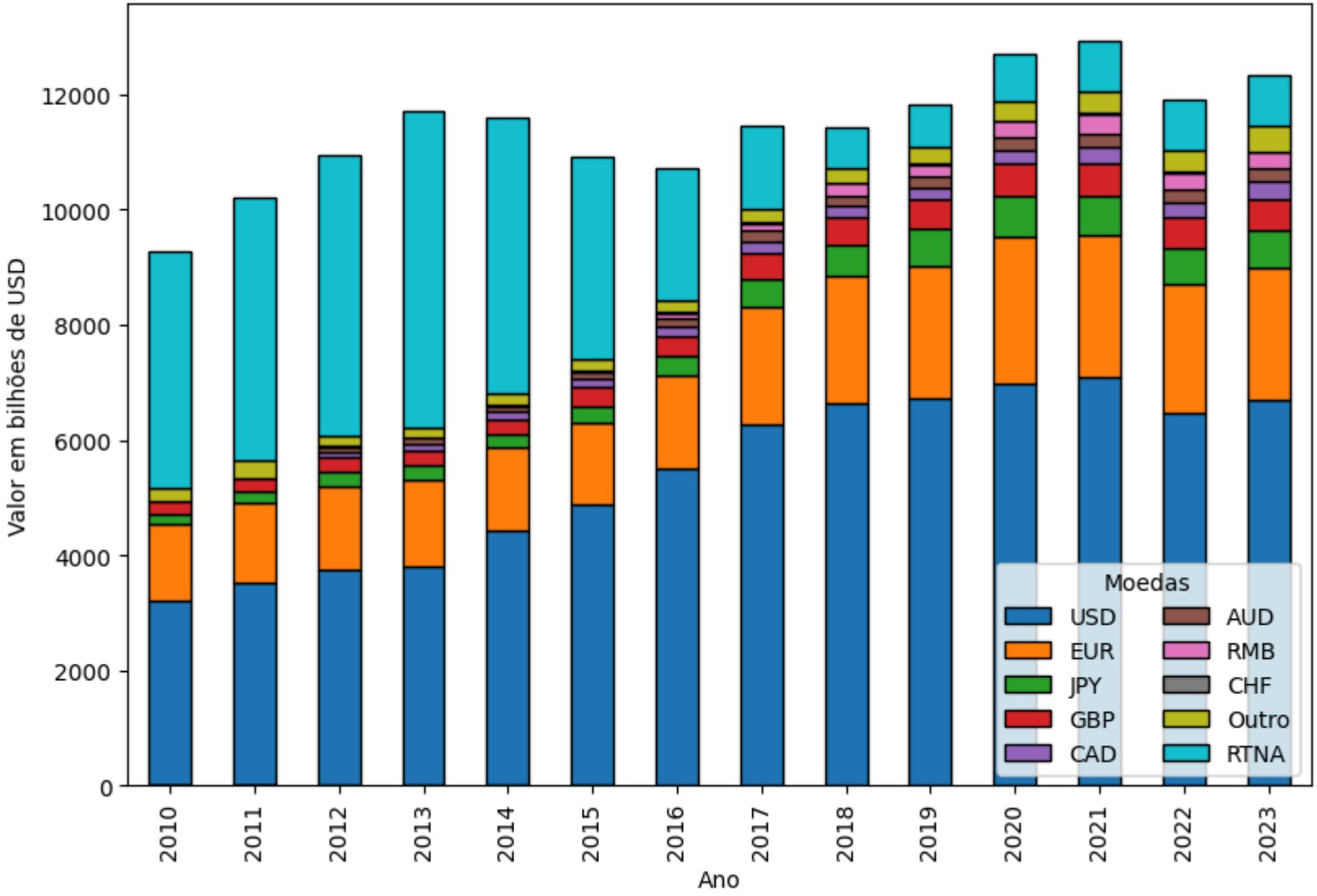
Fonte: Elaboração própria, baseado em Orsi (2019).

2.2 COFER

Já o COFER é uma base de dados do FMI, a qual consolida o número de reservas detidas pelos diversos bancos centrais no mundo de forma anônima e voluntária. As moedas discriminadas são o dólar estadunidense (USD), libra (GBP), Iene japonês (JPY), franco suíço (CHF), dólar canadense (CAD), dólar australiano (AUD), renminbi chinês (RMB) e o euro (EUR)[23]. Podemos observar a composição das reservas em valores nominais e relativos nas Figuras 2 e 3 abaixo:

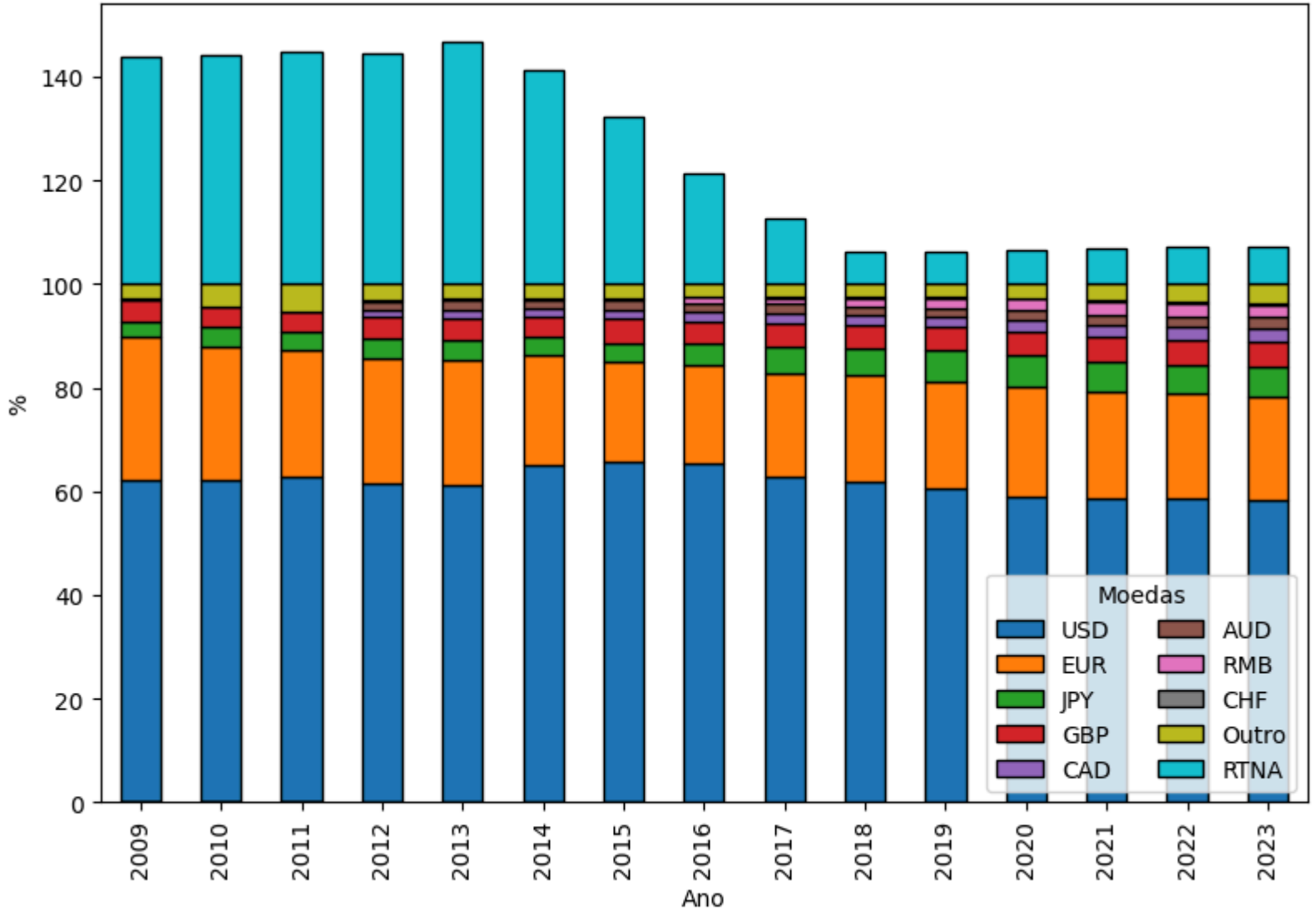
[23] Há também outras moedas de antes da união monetária na forma do euro, como a Unidade Europeia de Moeda, o marco alemão, franco francês e o florim neerlandês. Contudo, estas não serão consideradas no período analisado.

Figura 2 - Composição das reservas nominais dos bancos centrais



Fonte: FMI(2024). Elaboração Própria.

Figura 3 - Composição das reservas relativas dos bancos centrais



Fonte: FMI (2024). Elaboração Própria

Aqui é válido esclarecer um movimento sobre as Reservas Totais não Alocadas (RTNA), onde segundo metodologia do FMI são:

> "*Unallocated Foreign Exchange Reserves: in the context of COFER, Unallocated FXR is a residual COFER category consisting of the difference between total FXR sourced from the International Financial Statistics (IFS) and the total allocated reserves in COFER. It has two components: (i) the total FXR of nonreporting countries; and (ii) the discrepancy (if any) between the IFS total FXR of COFER-reporting countries and the total allocated FXR in COFER*." (FMI, 2024)

Cumpre ressaltar que os valores ao ultrapassarem os 100% nos gráficos acima são reservas as quais não foram declaradas, como também qualquer resíduo contábil. Assim, quanto menor este número, maior a discriminação na composição das reservas dentre os bancos centrais.

Logo, um primeiro fato visível é o aumento do número de bancos centrais declarantes de suas reservas (assumindo que o resíduo tende a não ser tão elevado) já que em 2009 as RTNA eram de 43,8%, enquanto em 2023 eram apenas 7,2%. Além disso, uma queda expressiva no período coincidiu com a entrada do RMB enquanto moeda discriminada. Desde 2015, as RTNAs regrediram até à chegada do patamar de 2018 abaixo dos 7,5%, e permanecendo nesta faixa até os dados mais recentes.

Tratando-se dos valores nominais, o total discriminado cresceu em 3,3 trilhões (+44%) de USD, enquanto as RTNA diminuíram em 2,8 trilhões no mesmo período (-80%). Logo a variação total descontada das RTNA foi um aumento de 500 bilhões de USD ao longo do período (+17,8%).

Tendo isso em consideração, apesar de todas as moedas no mesmo período cresceram em termos nominais, o dólar e o euro em particular cresceram expressivamente. Cerca de 1,1 trilhão (36%) e quase 800 bilhões de USD (56%), respectivamente, somados totalizam cerca de 68% do crescimento nominal do período.

Portanto, é seguro afirmar que, apesar de não sabermos quais os bancos centrais começaram a declarar suas reservas ao COFER neste período, proporcionalmente o dólar e o euro cresceram nominalmente mais que as outras moedas combinadas.No entanto, ao levar em consideração o período completo,

chama a atenção a diminuição relativa do dólar de 62% para 58,4% e do euro de 27,7% para 19,9%.

Enquanto entre as moedas pertencentes ao Grupo 1, o iene e a libra variaram de 2009 a 2011 +0,71% e -0,41%, respectivamente. Já o dólar canadense e o australiano começaram a ser analisados individualmente a partir do ano de 2012. Entre 2012 e 2023 quando todas as moedas do Grupo 1 podem ser analisadas temos:

Tabela 2 - Variação Grupo 1 entre 2012-2023

Moeda	**Variação**
AUD	+0,69%
CAD	+1,16%
GBP	+0,82%
JPY	+1,59%
Total Grupo 1	**+4,26%**

Fonte: FMI(2024). Elaboração Própria.

Um ponto importante a ser destacado é que o RMB foi aceito na cesta de moedas dos direitos especiais de saque (*Special Drawing Rights*, cuja sigla em inglês é SDR) em 2015 (FMI, 2016), e discriminado na base do COFER no ano seguinte. Com isso, cresceu de 1% para aproximadamente 2,3% entre 2016 e 2023, uma taxa média de aproximadamente 0,33% ao ano. Enquanto no mesmo período o franco suíço cresceu de 0,115% para 0,197% e o grupo que engloba outras moedas cresceu de 2,8% para 3,8%. Vale salientar que em 2012, quando começou a ocorrer a discriminação do dólar australiano e o canadense, o grupo de outras moedas variou de 5,2% para 3,2%. Enquanto em 2016, quando o mesmo ocorreu com o RMB, a variação foi de 2,8% para 2,3%.

Logo podemos afirmar que neste período analizado o dólar e o euro ainda somam mais de 78% das reservas totais, enquanto o Grupo 1 totaliza mais de 15%, com então os as moedas centrais somadas acumulando pouco mais de 93% do total de reservas. Logo, é difícil afirmar quando olhamos para a composição dos bancos centrais que houve uma mudança na hierarquia monetária tradicional.Todavia o dólar e euro vem perdendo espaço para moedas do Grupo 1, RMB e demais moedas — uma alteração no topo hierarquia monetária.

Outra consideração é que apesar de uma redução expressiva no período, as RTNAs ainda totalizam 7,2% em relação aos números discriminados, ou pouco menos de 900 bilhões de USD. Desde que as reservas de RTNA começaram a ser discriminadas houve uma diminuição na proporção do uso das moedas centrais e do dólar, em especial desde 2016.

Assim, uma hipótese a se considerar é se o número real de reservas em moedas centrais seja ainda menor, caso as reservas remanescentes não declaradas possuam um mesmo padrão das anteriores. Dessa maneira, é possível observar uma tendência gradual de diminuição no uso de moedas centrais por parte dos bancos centrais, mas que até o presente momento não parece capaz de alterar a hierarquia tradicional do SMFI.

2.3 BIS *Triennial Survey* 2022

A BIS *Triennial Survey* é uma pesquisa sobre os mercados de balcão, *over the counter markets*, mercados secundários que operam fora da bolsa de valores e bancos centrais. Em linhas gerais, o BIS busca analisar o comportamento dos mercados de derivativos e do mercado de câmbio por país.Nele são analisados os dados para as 24 moedas mais comercializadas, que pode parecer um número redutivo das moedas internacionais, mas essas totalizaram 197,68% das transações cambiais em 2022 (BIS, 2022).

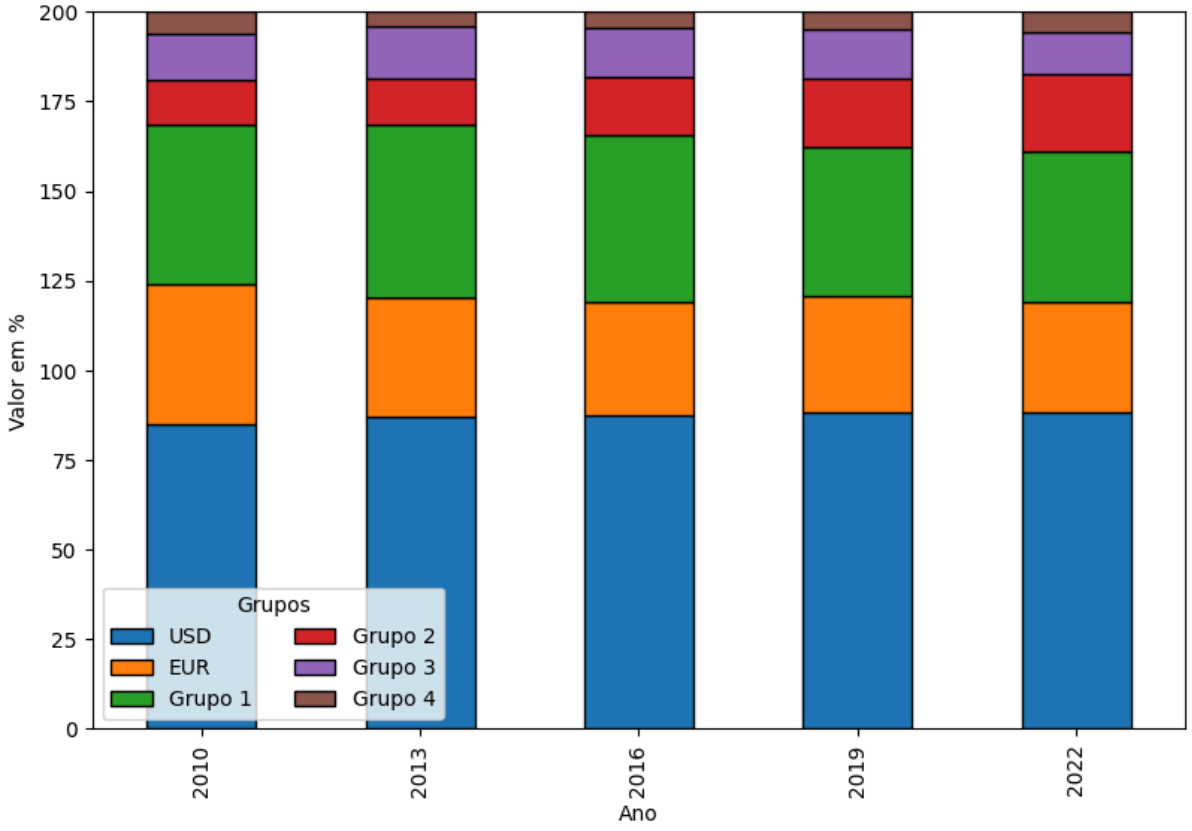
A pesquisa é realizada de três em três anos e tem como referência o mês de abril, sendo publicados ao final do mesmo ano. A próxima a ser realizada será no ano de 2025, por isso, não temos acesso às informações referentes ao período de 2023 e 2024. Ainda assim é possível retirar informações dos dados disponíveis, uma vez que é possível observar o comportamento dos agentes privados, com grau de detalhe elevado.

Aqui serão utilizados os dados referentes às transações por moeda nas figuras 4 e 5, sendo estas divididas nos grupos apresentados na Tabela 1 baseados na metodologia proposta por Orsi (2019), explanado anteriormente.

Para além dos mencionados, será adicionado mais um grupo de moedas, o Grupo 4, que engloba aquelas não analisadas individualmente pela BIS *Triennial Survey*, como também moedas com um número de transações muito pequeno[24].

Vale ressaltar que, como as transações de moedas são de compra e venda com duas moedas de contrapartida, a pesquisa possui um total de 200%, ao contrário dos usuais 100%.

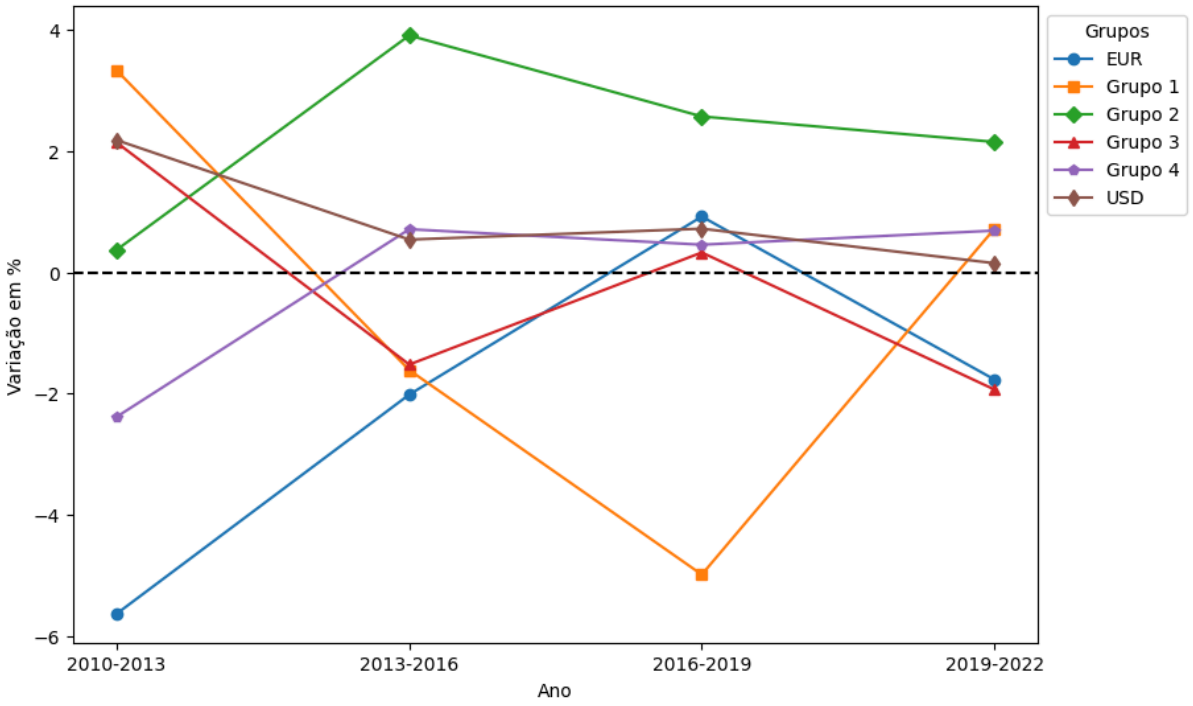
Figura 4 - *Turnover* de mercado cambial de balcão por grupo de moedas



Fonte: BIS (2022). Elaboração Própria

[24] Entre as outras moedas temos: baht tailandês (THB), novo shekel israelense (ILS), coroa tcheca (CZK), rupia indonésia (IDR), dirham dos Emirados Árabes Unidos (AED), peso chileno (CLP), rial saudita (SAR), peso filipino (PHP), ringgit malaio (MYR), peso colombiano (COP), leu romeno (RON), sol peruano (PEN), dinar bareinita (BHD), lev búlgaro (BGN) e peso argentino (ARS).

Figura 5 - *Turnover* de mercado cambial de balcão por variação dos grupos de moedas



Fonte: *ibidem.*

Na figura 4, observa-se a mudança ao longo de doze anos das moedas negociadas, onde podemos observar que:

1. Há um crescimento constante na demanda do dólar de 84,86% para 88,45% ao longo do período.
2. Diminuição constante da demanda por euro, de 39% para 30,5%.
3. Diminuição na demanda de moedas do Grupo 1 a partir de 2013, de 48% para 42,17% ao final do período.
4. Crescimento constante significativo das moedas do Grupo 2, partindo de 12,31% para 21,31%.
5. Estabilidade ao longo do período das moedas do Grupo 3 apesar de haver uma oscilação ao longo do período entre 12,8% em 2010 e 11,8% em 2022.
6. O grupo 4 teve uma queda brusca entre 2010-2013 de -2,38%, e se recupera a partir de 2013, ficando abaixo, no entanto, do patamar inicial de 6,26% do período, com a posição de 5,72% em 2022.

Já na figura 5,podemos observar a variação entre as pesquisas dos grupos monetários. Analisando os dois gráficos, é possível afirmar que ocorreram mudanças significativas ao longo do período analisado, com o primeiro de destaque

sendo o dólar, que apresentou um crescimento constante e positivo ao longo do período, mas predominantemente marginal ao longo do período.

Porém, em termos absolutos (Tabela 3), enquanto o total de transações entre todas as moedas cresceu em 7506 bilhões de USD (+89%), o dólar cresceu de 3371 para 6639 bilhões de USD. Um crescimento expressivo de 97%.

Tabela 3 - Mercado cambial de balcão por moeda

Base líquida de transações[1], médias diárias em abril em bilhões de dólares americanos e participação percentual.

Moedas	Turnover de balcão									
	2010		2013		2016		2019*		2022	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
USD	3.371	84,9	4.662	87,0	4.437	87,6	5.811	88,3	6.639	88,4
EUR	1.551	39,0	1.790	33,4	1.590	31,4	2.126	32,3	2.292	30,5
JPY	754	19,0	1.235	23,0	1.096	21,6	1.108	16,8	1.253	16,7
GBP	512	12,9	633	11,8	649	12,8	843	12,8	968	12,9
CNY	34	0,9	120	2,2	202	4,0	285	4,3	526	7,0
AUD	301	7,6	463	8,6	349	6,9	446	6,8	479	6,4
CAD	210	5,3	244	4,6	260	5,1	332	5,0	466	6,2
CHF	250	6,3	276	5,2	243	4,8	326	4,9	390	5,2
HKD	94	2,4	77	1,4	88	1,7	233	3,5	194	2,6
SGD	56	1,4	75	1,4	91	1,8	119	1,8	182	2,4
SEK	87	2,2	94	1,8	112	2,2	134	2,0	168	2,2
KRW	60	1,5	64	1,2	84	1,7	132	2,0	142	1,9
NOK	52	1,3	77	1,4	85	1,7	119	1,8	125	1,7
NZD	63	1,6	105	2,0	104	2,1	137	2,1	125	1,7
INR	38	0,9	53	1,0	58	1,1	114	1,7	122	1,6
MXN	50	1,3	135	2,5	97	1,9	111	1,7	114	1,5
TWD	19	0,5	24	0,5	32	0,6	60	0,9	83	1,1
ZAR	29	0,7	60	1,1	49	1,0	72	1,1	73	1,0
BRL	27	0,7	59	1,1	51	1,0	71	1,1	66	0,9
DKK	23	0,6	42	0,8	42	0,8	42	0,6	55	0,7
PLN	32	0,8	38	0,7	35	0,7	41	0,6	54	0,7
THB	8	0,2	17	0,3	18	0,4	32	0,5	31	0,4
ILS	6	0,2	10	0,2	14	0,3	20	0,3	31	0,4
CZK	8	0,2	19	0,4	14	0,3	26	0,4	29	0,4
IDR	6	0,2	9	0,2	10	0,2	27	0,4	28	0,4
AED	...	...	...	...	...	...	14	0,2	28	0,4
TRY	29	0,7	71	1,3	73	1,4	71	1,1	27	0,4
HUF	17	0,4	23	0,4	15	0,3	27	0,4	26	0,3
CLP	7	0,2	16	0,3	12	0,2	19	0,3	24	0,3
SAR	3	0,1	5	0,1	15	0,3	12	0,2	18	0,2
PHP	7	0,2	8	0,1	7	0,1	19	0,3	18	0,2
MYR	11	0,3	21	0,4	18	0,4	10	0,2	14	0,2
COP	4	0,1	6	0,1	8	0,2	12	0,2	14	0,2
RUB	36	0,9	86	1,6	58	1,1	72	1,1	14	0,2
RON	3	0,1	7	0,1	5	0,1	6	0,1	9	0,1
PEN	1	0,0	3	0,1	4	0,1	5	0,1	7	0,1
BHD	0	0,0	0	0,0	0	0,0	2	0,0	3	0,0
BGN	1	0,0	1	0,0	1	0,0	2	0,0	2	0,0
ARS	2	0,0	1	0,0	1	0,0	4	0,1	1	0,0
Other	184	4,6	83	1,6	103	2,0	121	1,8	174	2,3
Total	**3.973**	**200,0**	**5.357**	**200,0**	**5.066**	**200,0**	**6.581**	**200,0**	**7.506**	**200,0**

1 Como duas moedas estão envolvidas em cada transação, a soma das participações percentuais das moedas individuais totaliza 200% em vez de 100%. Ajustado para dupla contagem local e entre dealers internacionais (ou seja, em "base líquida líquida"). O volume de negócios para os anos anteriores a 2013 pode estar subestimado devido a relatórios incompletos em levantamentos anteriores. Alterações metodológicas na pesquisa de 2013 garantiram uma cobertura mais completa das atividades em mercados emergentes e outras moedas. Consulte o anexo para abreviações. * Dados revisados.

Fonte: BIS (2022).

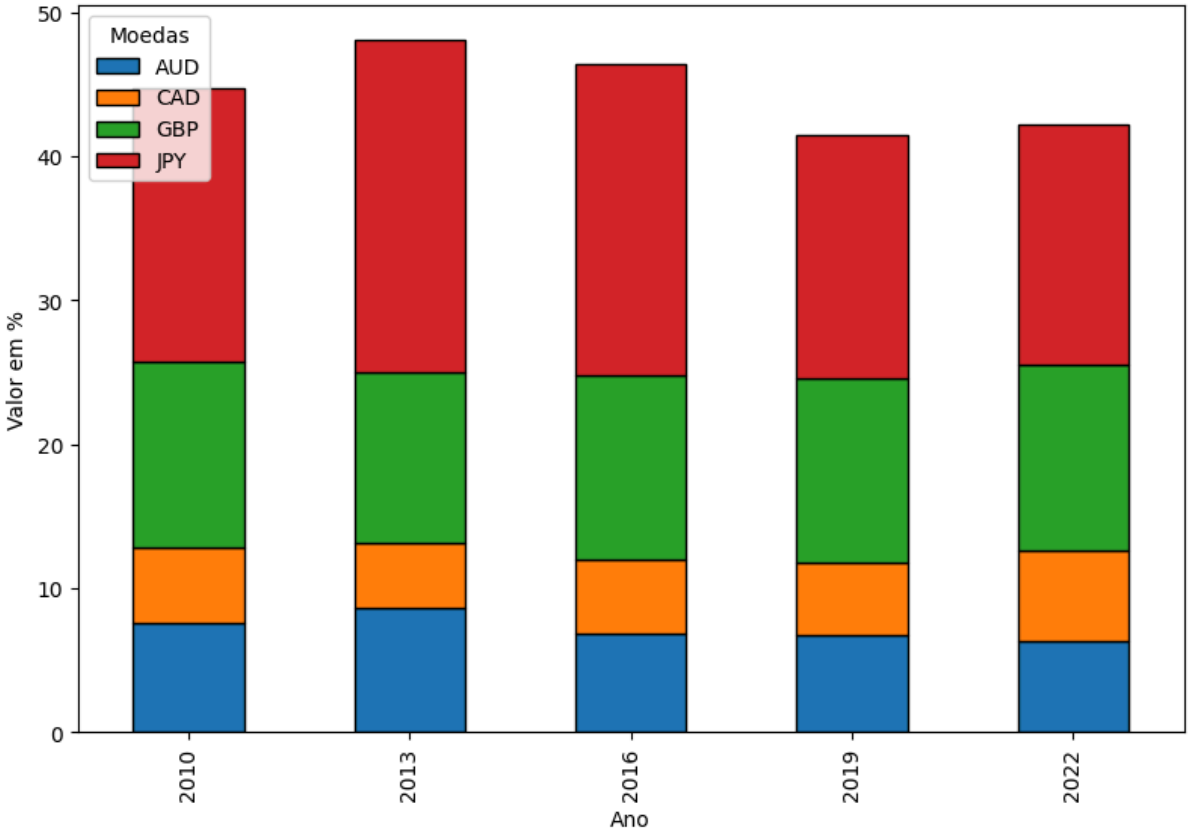
Outro movimento de destaque é o descompasso entre a posição relativa do euro e as demais moedas, com uma queda expressiva de -5% das negociações Dólar/Euro ao longo do período conforme apontado na Tabela 3. Observa-se, assim, uma redução generalizada de sua demanda no mercado internacional[25], onde até mesmo as negociações entre euro/franco suíço, como euro/grupo 4 sofreram uma queda pela metade[26]. São relevantes tais fenômenos considerando o posicionamento geográfico da Suíça (país englobado pela União Europeia) e de vários países localizados na periferia da Europa.

Já o grupo 1 tem sua queda atribuída à diminuição na demanda pelo iene japonês e o dólar australiano, enquanto o uso do dólar canadense cresceu em 1,1% no período observado, como pode ser visto nas figuras 6 e 7. A libra apresentou o mesmo comportamento estável que na COFER, com pouca variação ao longo do período, em termos relativos.

Já quanto ao crescimento elevado do grupo 2, é muito condicionado à ascensão do RMB, partindo de 0,9% 2010 para 7% em 2022 — um crescimento de quase oito vezes ao longo de doze anos, ou aproximadamente 0,65% ao ano.

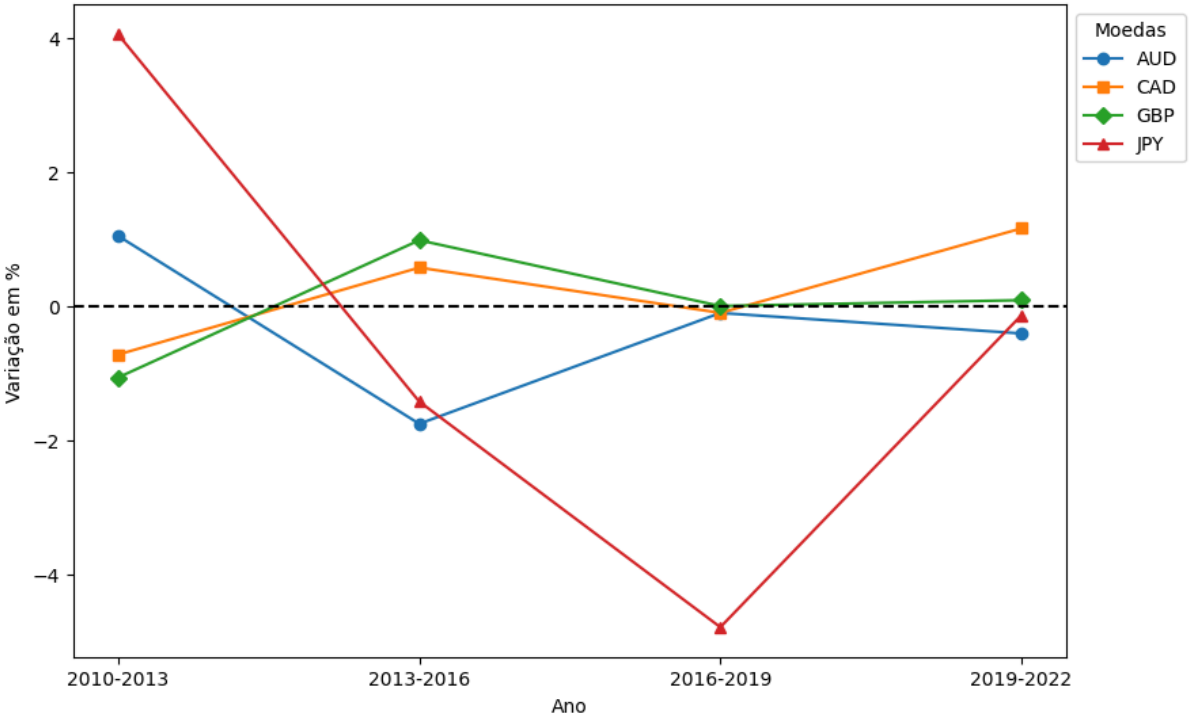
[25] Salvo no caso coroas norueguesas, que apresentou um crescimento pouco expressivo de 0,1%.
[26] Contudo vale apontar que houve uma queda geral na demanda pelo Franco suíço ao longo do período conforme apontado na tabela 3.

Figura 6 - Composição do Grupo 1



Fonte: *ibidem*. Elaboração própria.

Figura 7 - Variação do Grupo 1

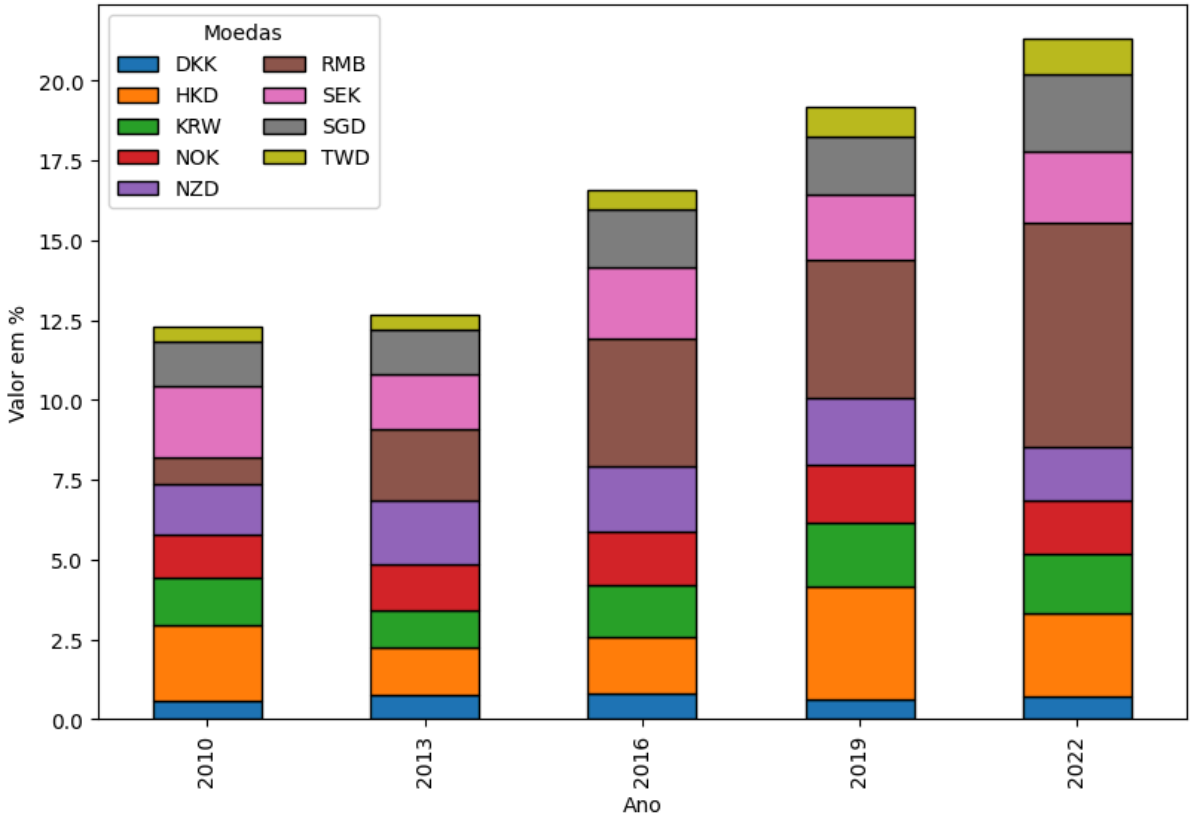


Fonte: *ibidem*. Elaboração própria.

Já o resto do grupo, nenhuma moeda diminuiu em uso, e a maioria cresceu. Vale o destaque para o dólar singapuriano, crescendo de 1,4% para 2,4%, e para o dólar taiwanês, crescendo de 0,5% para 1,1% (figuras 8 e 9).

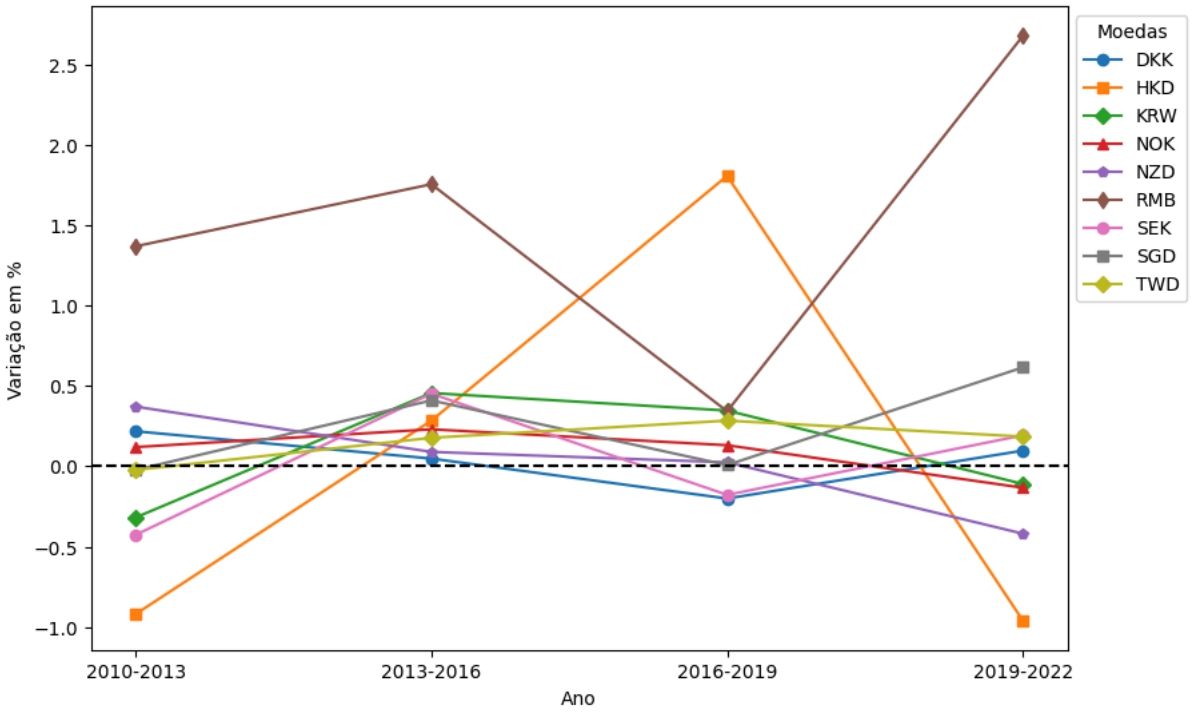
Somando as moedas asiáticas neste grupo, temos uma variação de 6,64% para 15% entre 2010 e 2022, enquanto a outra moeda regional, o iene, sofreu uma queda no mesmo período.

Figura 8 - Composição do Grupo 2



Fonte: *ibidem*. Elaboração própria.

Figura 9 - Variação do Grupo 2



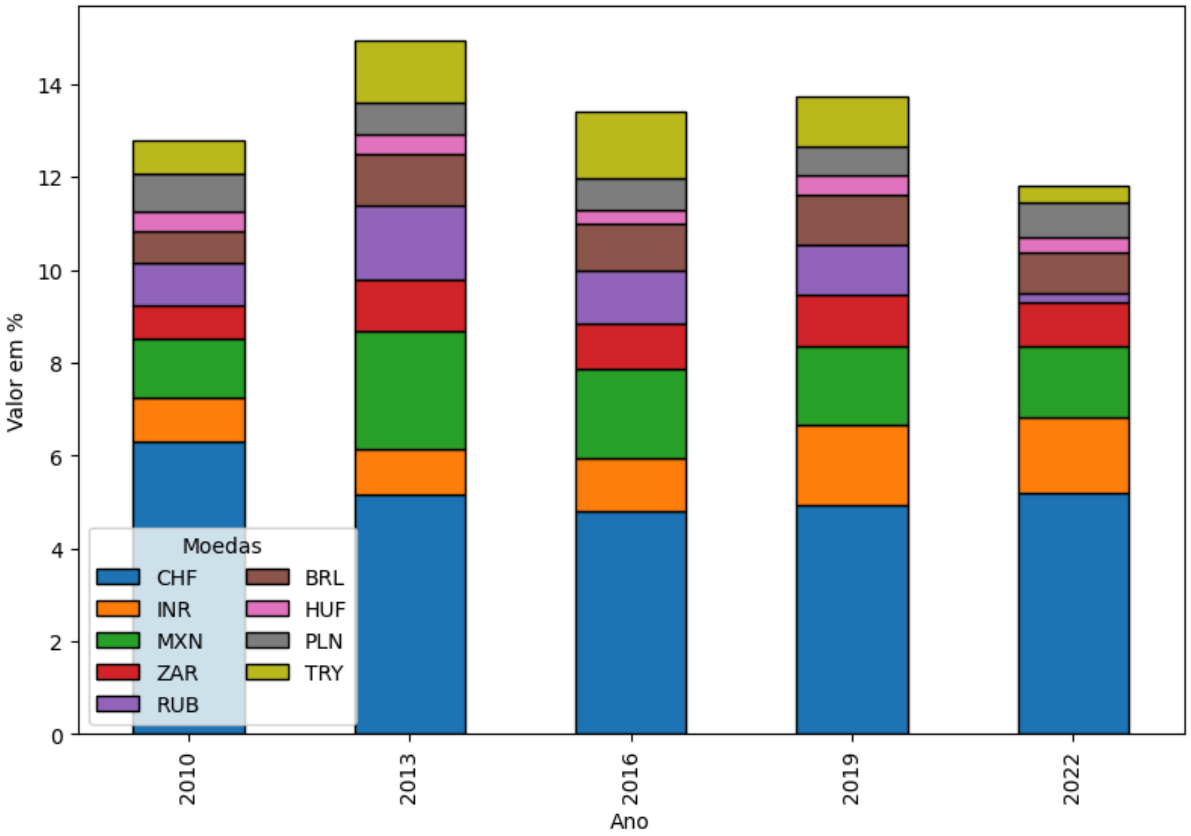
Fonte: *ibidem*. Elaboração própria.

Enquanto isso, os grupos 3 e 4 oscilaram de maneira um pouco mais estável, conforme mencionado, apesar de uma queda marginal de aproximadamente -0,994% e -0,533%, respectivamente. Contudo, ao desmembrar o grupo 3 é interessante observar o movimento das moedas na Figura 10 e 11. Chama a atenção a queda expressiva do rublo entre 2019 e 2022, provavelmente devido ao conflito Russo-Ucraniano, acirrando-se em Fevereiro de 2022[27]. Outra variação interessante é o crescimento relativo de 0,9 para 1,6 (+78%) da rupia indiana.

Há também uma queda expressiva da lira turca, que começa o período em 0,7%, chega até 1,4% de uso, terminando em um patamar menor no qual começou, isto é, com 0,4% de uso.

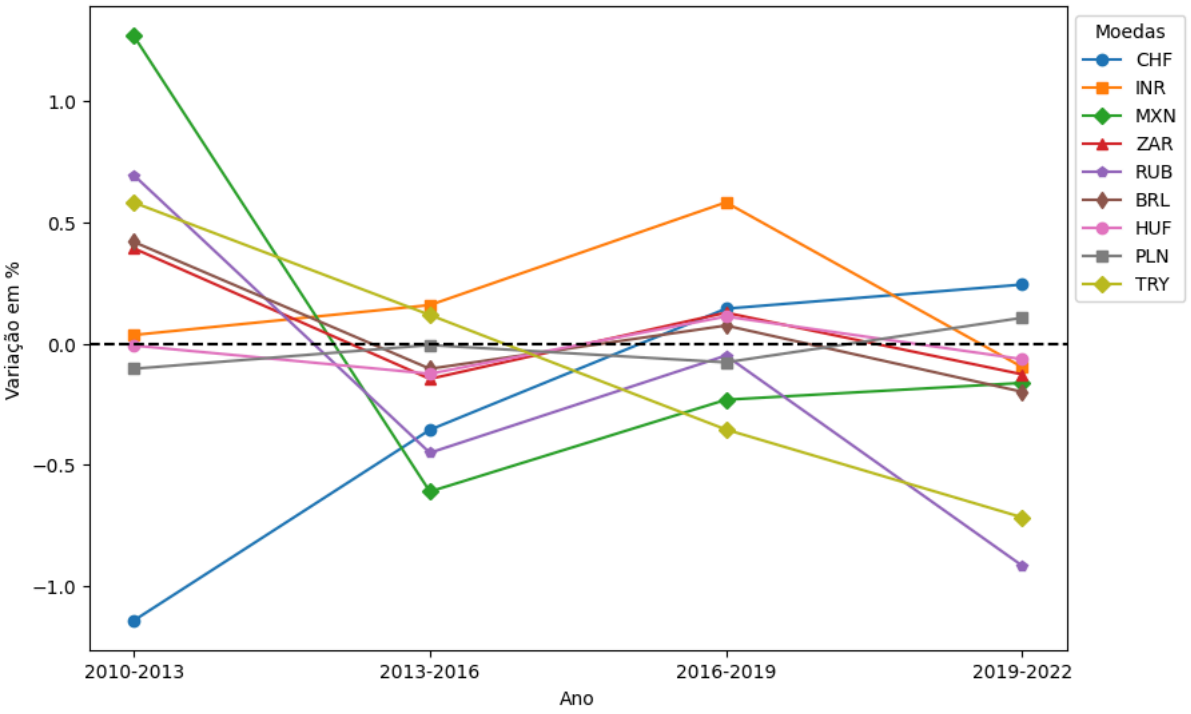
[27] Conforme foi mencionado, a BIS *Triennial Survey* de 2022 foi realizada no mês de abril daquele mesmo ano, poucos meses depois da escalada do conflito e das sanções, banindo vários bancos russos do sistema SWIFT no dia 2 de Março de 2022 (União Europeia, 2024). Desta forma, o dado apresentado talvez não reflita uma posição estável do rublo no mercado secundário.

Figura 10 - Composição do Grupo 3



Fonte: *ibidem*. Elaboração própria.

Figura 11 - Variação do Grupo 3



Fonte: *ibidem*. Elaboração própria.

Já as outras moedas dos BRICS, além do rublo, apresentaram comportamento de crescimento modesto. O real cresceu pouco no período, saindo de 0,7% para 0,9%, enquanto o rand sul-africano cresceu de 0,7% para 1%. Em contrapartida,o resto do grupo se manteve praticamente estável ao longo do período, sem nenhum comportamento de destaque.

De tal forma, podemos afirmar que dentro dos mercados secundários de câmbio não ocorreu um processo de desdolarização, e sim de aparente continuidade. No entanto, tendo em conta o euro e as moedas do grupo 1, somando-as temos que em 2010 totalizavam 171,86% das transações, enquanto em 2022 chegaram a 161,12%, uma queda de 6,5%.

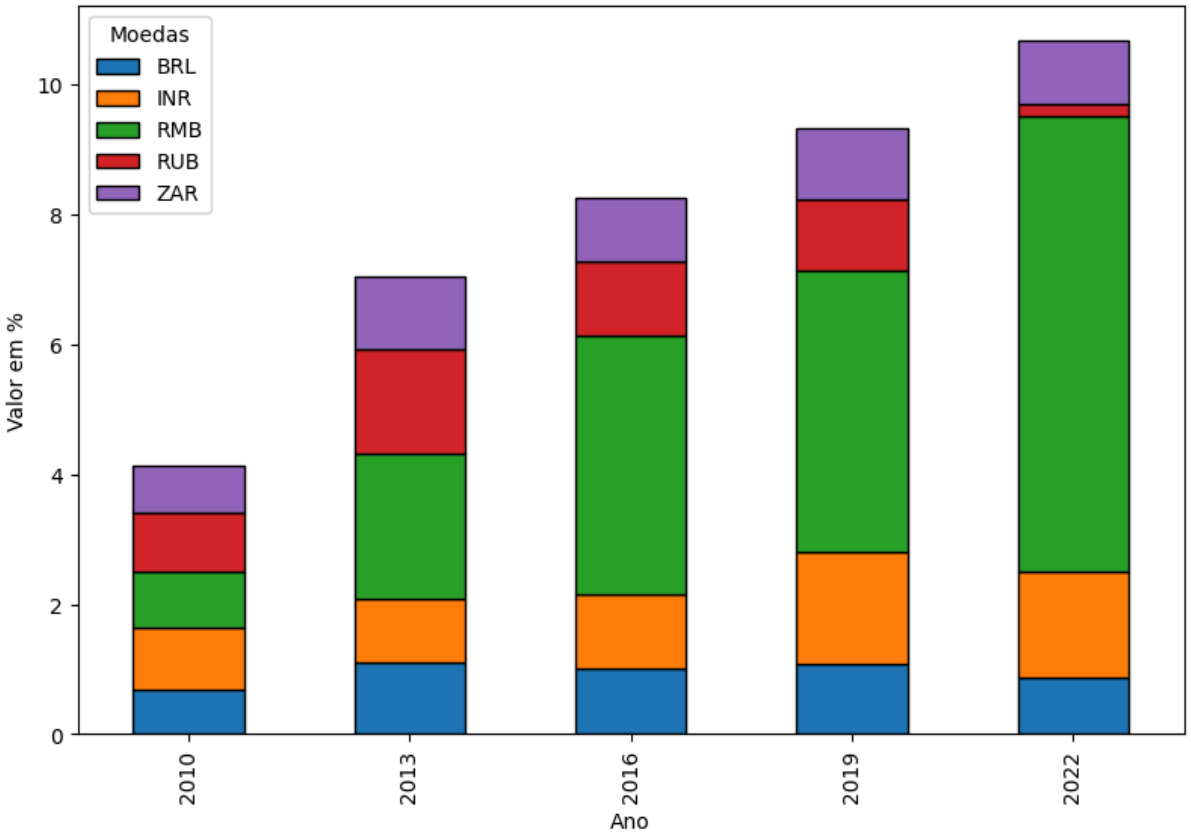
Ao que parece, similar ao que foi apresentado nos dados do COFER, a evidência empírica indica que não ocorreu uma alteração na hierarquia, mas uma tendência de diminuição nas moedas do topo da hierarquia, salvo os dólares estadunidense e canadense, assim como a libra.

Por sua vez, no mercado secundário, surge uma preferência crescente dos agentes por se afastarem do euro, iene e dólar australiano, migrando para como o RMB e outras moedas asiáticas no geral, desde a rupia indiana ao dólar singapuriano.

2.4 Moedas dos BRICS

Tratando-se das moedas dos BRICS, como exposto anteriormente, podendo ser observado na figura 12, estas cresceram no período de 4,1% para 10,6%. Vale relembrar que houve uma inversão na taxa de crescimento do Rublo muito devido às sanções econômicas, afetando a tendência de crescimento do grupo.

Figura 12 - Composição de moedas dos BRICS



Fonte: *ibidem*. Elaboração própria.

Dois aspectos chamam a atenção. O primeiro é o crescimento desproporcional do RMB no grupo, que apresentou 66% do total da representatividade do grupo em 2022, saindo de um estado de quase paridade com as outras moedas em 2010. O outro é a estabilidade ou tendência de crescimento das outras moedas do grupo, excluindo-se o rublo, mesmo que de maneira bem discreta. As outras moedas dos BRICS não perderam demanda, e a maioria delas cresceu, com a exceção do já mencionado rublo e rand sul africano mantendo-se estável.

2.5 Conclusão

Observando as evidências empíricas apresentadas, é possível apontar algumas mudanças na estrutura do SMFI, sendo a mais chamativa a ascensão acelerada e, aparentemente, contínua do RMB.

Tanto no COFER quanto na BIS *Triennial Survey*, a moeda chinesa parece cada vez mais se comportar como aquelas do Grupo 1, ao invés de uma moeda

periférica dos outros grupos. Utilizando como ponto de comparação os dólares canadenses e australianos, o RMB já é utilizado no mesmo grau de ambos, sendo que entre em 2018 e 2022 os bancos centrais já detinham mais reservas com RMB do que dólares canadenses ou australianos.

Na BIS *Triennial Survey*, a inversão ocorreu no relatório mais recente de 2022, com o RMB ultrapassando o CAD e AUD, com um salto substancial entre 2019 e 2022. Orsi (2019) já chama a atenção para esta transformação e a recente posição ambígua do RMB.

> "*Cluster 4 is formed by two currencies from advanced countries in Asia, the South Korean won (KRW) and the Hong Kong dollar (HKD), in addition to a currency from an emerging economy, the Chinese yen (CNY) [Renmembi/RMB] . Interestingly, the currencies in this cluster presented a high degree of internationalisation as funding and invoice currency. Yet, this cluster also had the lowest degree of internationalisation as short and long-term investment currency, which are measured by the participation of hedge funds and institutional investors in the foreign exchange market, respectively. The fact that China, for instance, is known for restrictions on the capital account may be a reason why the proxy for speculation is so low in the country. On the other hand, these constraints may also inhibit long-term investments. An interesting result from the cluster analysis is that cluster 4 is more similar to other central currencies (...), such as the GBP and JPY, than other currencies from developed countries (...). This is an evidence of the growing internationalisation of the CNY [RMB], even though China is still considered an emerging market economy*. " (Orsi, 2019, p. 90-91. Marcações entre colchetes próprias.)

Outra mudança significativa foi a contração do euro no SMFI. Ambas as bases sinalizam que, apesar de ainda estar na segunda posição em termos de uso atrás somente do dólar, observa-se uma queda na participação internacional do euro. Desta forma, houve uma redução relativa do uso do euro como reserva dos bancos centrais de mais de 7,7%, enquanto no mercado secundário de câmbio esta diminuição chega a 8,5%.

Já em relação ao dólar americano, ocorre um movimento inverso. Dentro da BIS *Triennial Survey*, o dólar ganhou espaço, crescendo 3,6% em proporção ao longo do período de maneira consistente estabilizando-se no patamar de 2019, que foi de 88,3%.

Por sua vez, na COFER, a moeda americana perdeu um espaço significativo, saindo de 62,15% em 2009 para 58,44% em 2023, uma queda de 3,71% no período e que aparenta ser uma tendência no longo prazo. Mas afinal, o

que explica este descompasso entre o distanciamento das autoridades monetárias dos agentes privados?

Uma hipótese levantada por Arslanalp *et al.* (2022) é a diversificação do portfólio de reservas dos bancos centrais, a fim de contrabalançar o custo de oportunidade da posse de títulos em dólar americano, o qual geralmente tem taxas de retorno mais baixas quando comparado a títulos em moedas periféricas, como também em outros produtos financeiros.

3. BRICS no SMFI e horizontes teóricos sobre desdolarização

3.1 Introdução

Nesta seção iremos trabalhar com os esforços internacionais por parte dos BRICS na criação de alternativas para o uso do dólar, em particular intra-BRICS na forma do *New Development Bank* (NDB), ou Novo Banco de Desenvolvimento, e outras políticas de utilização de moedas nacionais para realização do comércio. Trataremos também de projetos ainda em elaboração como de uma possível moeda comum dos BRICS. Por fim serão apresentados alguns autores e suas discussões no campo teórico sobre as possibilidades de desdolarização ao longo das décadas, concluindo em uma exposição sobre o possível papel dos BRICS neste aspecto.

3.2 *New Development Bank*

O NDB um Banco Multilateral de Desenvolvimento (BMD) idealizado pelos países membros dos BRICS entre 2012 e 2013, após um relatório concebido por Joseph Stiglitz e Nicholas Stern sobre as necessidades de financiamento para a transição energética, sendo a maior parte desse financiamento requisitado para países emergentes e em desenvolvimento (Xiujin, 2022).

As operações iniciaram oficialmente em 2016, com seu escopo delimitado no que Borges e Waisbich (2020) apresentam como um BMD de nicho entre seus pares internacionais, cujos alvos de operações são os próprios países dos BRICS, países emergentes e em desenvolvimento, focando em projetos de infraestrutura e desenvolvimento sustentável para os mesmos.

> *"(...) on projects and instruments, NDB's main proposed innovation is to be a "niche bank," focusing its investments on a smaller range of sectors, namely sustainable infrastructure, traditional infrastructure, and sustainable development. In terms of sectorial allocation, NDB's key areas of operation include: (i) clean energy; (ii) transport infrastructure; (iii) irrigation, water resource management, and sanitation; (iv) sustainable urban development; and (v) economic cooperation and integration among member countries*." (Borges; Waisbich, 2020, p. 161-162)

> *"In the Delhi Declaration [2012] and the Durban Declaration [2013], the leaders of the five countries clearly pointed out that the new development bank aims to raise funds for infrastructure and sustainable development projects in the BRICS countries, other emerging markets and developing countries, and complement existing multilateral and regional financial*

> *institutions in the field of global growth and development. It can thus be seen that the purpose of the New Development Bank is to serve the BRICS countries, other emerging markets, and developing countries. Its main functions include two aspects: Promoting infrastructure construction and sustainable development."* (Xiujin, 2022, p. 347, anos entre colchetes nossos)

Entre os projetos operados pelo NDB, conforme seu Relatório Anual de 2022, temos abaixo os 7 tipos de operações que o banco financia[28](NDB, 2022):

- Energia limpa e eficiência energética: investimentos na transição energética para economias de baixa emissão de carbono, projetos que promovam o uso em larga escala de energia limpa e renovável e melhora da eficiência dos sistemas de energia.
- Infraestrutura de transporte: aumento das redes de transporte intermunicipais e intramunicipais, infraestrutura de conectividade regional para a facilitação do movimento de pessoas, mercadorias e serviços.
- Água e saneamento: investimentos para o acesso universal à água potável limpa e ao saneamento adequado, gerenciamento sustentável dos recursos hídricos e redução da vulnerabilidade e a exposição a desastres relacionados à água, especialmente os desencadeados pelas mudanças climáticas.
- Proteção ambiental: projetos de conservação e a restauração de ecossistemas-chave, melhora no gerenciamento de recursos naturais, contribuição para a prevenção e redução da poluição e projetos que tentem reverter ou mitigar os impactos ambientais negativos das atividades socioeconômicas.
- Infraestrutura social: construção e a modernização de infraestrutura social, como escolas, hospitais, habitação acessível, locais de patrimônio cultural e outros ativos físicos de longo prazo que apoiem a melhoria da prestação de serviços sociais e uma melhor qualidade de vida.
- Infraestrutura digital: expansão e modernização da infraestrutura digital nacional e internacional, como cabos terrestres e submarinos, torres de telecomunicação e estações base.
- Áreas múltiplas: projetos que combinam vários escopos de projeto.

[28] Durante a pandemia da COVID-19, o NDB criou um novo tipo de financiamento para ajudar os países no combate à pandemia. Nos relatórios mais recentes será denominado como "Assistência emergencial para COVID-19".

Assim, desde o início de sua operação, o NDB acumula 138 operações, conforme pode-se observar na Tabela 4, sendo que 16[29] já foram concluídas e 12 canceladas ao longo dos primeiros oito anos de operação do banco. Em questão de valores, temos:

> "*By the end of 2022, NDB had cumulatively approved USD 32.8 billion for 96 projects on a gross basis. Considering only projects included in the Bank's portfolio as at December 31, 2022, there were 85 projects with total NDB financing amounting to USD 30.2 billion. (...) At the end of 2022, the Bank's portfolio had the largest exposure to projects in China and India, which together represented more than half of the portfolio's total financing. The share of the financing to clients in South Africa, Brazil and Russia stood at 17.8%, 17.4%, and 13.1%, respectively*." (NDB, 2022, p. 37-38)[30]

Tabela 4 - Operações do NDB e *status*

Categoria	Proposto	Aprovado	Cancelado	Completo	Total
Energia limpa e eficiência energética	7	10	1	4	22
Infraestrutura de transporte	8	36	5	2	51
Água e saneamento	4	14	3	0	21
Proteção ambiental	1	1	1	2	5
Infraestrutura social	2	3	1	0	6
Infraestrutura digital	0	1	0	0	1
Assistência emergencial para COVID-19	0	1	0	8	9
Áreas multiplas	4	18	1	0	23
Total	**26**	**84**	**12**	**16**	**138**

Fonte: NDB(2024). Elaboração Própria.

Em relação ao perfil dos projetos submetidos, quando somados os aprovados e os concluídos, podemos observar que a maioria se concentra em quatro das sete categorias de projeto, desconsiderando assistência emergencial: infraestrutura e transporte (38%), áreas múltiplas (18%), energia limpa e eficiência energética empatado com água e saneamento (14%).

Levando-se em conta que estes investimentos estão dentre os mais tradicionais, nos quais países em desenvolvimento geralmente requerem, não é surpreendente sua proeminência. Chama a atenção a baixa demanda por projetos de infraestrutura social no geral (Tabela 5), e em particular o fato de que nem a Índia nem a África do Sul requereram nenhum financiamento para esta área ou projetos de proteção ambiental.[31]

[29] Vale ressaltar que entre as operações concluídas, 9 eram de assistência emergencial para a pandemia da COVID-19.

[30] Desde 2022, o NDB não disponibiliza mais relatórios anuais, assim, apesar de defasados, estes são os dados oficiais mais recentes.

[31] O único projeto cancelado deste tipo foi o da África do Sul, que ainda é contabilizado na tabela 5.

Tabela 5 - Total de operações submetidas ao NDB por país

Categoria	Brasil	Rússia	Índia	China	África do Sul	Outros países *	Total
Energia limpa e eficiência energética	4	2	4	6	4	2	22
Infraestrutura de transporte	6	6	18	17	4	0	51
Água e saneamento	5	2	8	3	2	1	21
Proteção ambiental	1	1	0	1	1	1	5
Infraestrutura social	1	3	0	2	0	0	6
Infraestrutura digital	0	1	0	0	0	0	1
Assistência emergencial para COVID-19	2	1	2	2	2	0	9
Áreas multiplas	12	2	2	4	1	2	23
Total	**31**	**18**	**34**	**35**	**14**	**6**	**138**

** : Egito (2) e Bangladesh (4)*

Fonte: NDB(2024). Elaboração Própria.

Em linhas gerais, a Índia e a China, países com maiores populações, lideram, nesta ordem, os projetos não cancelados. Um destaque interessante é a posição do Brasil, que mesmo descontado os quatro projetos cancelados, ocupa a terceira posição. Logo, o Brasil parece estar utilizando o banco para uma quantidade mais variada de projetos, ocupando o terceiro lugar também em valor de investimentos (NDB, 2022). A sua distribuição de projetos pode ser vista na Tabela 6 abaixo:

Tabela 6 - Operações requisitadas ao NDB pelo Brasil e seu *status*

Categoria	Proposto	Aprovado	Cancelado	Completo	Total
Energia limpa e eficiência energética	2	1	0	1	4
Infraestrutura de transporte	0	4	2	0	6
Água e saneamento	1	2	2	0	5
Proteção ambiental	0	0	0	1	1
Infraestrutura social	0	1	0	0	1
Infraestrutura digital	0	0	0	0	0
Assistência emergencial para COVID-19	0	1	0	1	2
Áreas multiplas	1	11	0	0	12
Total	**4**	**20**	**4**	**3**	**31**

Fonte: NDB(2024). Elaboração Própria.

Um outro fator de destaque do NDB é sua missão de realizar 30% de seus investimentos denominados em moedas locais até 2026, chegando ao patamar de 22,1% ao final de 2022 (ibidem). Isso é um diferencial relevante pois, como descrito por De Conti *et al.* (2014), a dificuldade em operar no SMFI com moedas periféricas impõe limitações para as políticas monetária e fiscal de seus dos países emissores. E, na ausência de reservas de divisas, estas nações estão sujeitas à instabilidade cambial, de acordo com o ciclo de liquidez internacional, onde mesmo em período

de alta, ainda implica em custos de operação para realização de comércio com outros países[32].

Portanto, o fato das moedas periféricas estarem ganhando espaço, mesmo subscrito ao campo de investimentos de infraestrutura, possibilita reduzir as pressões sobre esses países, enquanto gera reverberações no SMFI,pois, apesar do NDB ainda se posicionar de maneira cautelosa e pragmática no cenário internacional (Borges; Waisbich, 2020). Assim, pode-se argumentar que a capacidade de geração de crédito em volumes cada vez maiores denominado em moeda periférica gera tensões na estrutura de poder presente por excelência. Segundo Strange (1988):

> "*In the international political economy, power is held by those who can offer or deny security, and by those who manage the creation of wealth by production. But besides the security structure and the production structure (...) - and no less important than either - is the financial structure. The power to create credit implies the power to allow or to deny other people the possibility of spending today and paying back tomorrow, the power to let them exercise purchasing power and thus influence markets for production, and also the power to manage or mismanage the currency in which credit is denominated, thus affecting rates of exchange with credit denominated in other currencies*." (Strange, 1988, p. 90)

E, ao conquistar um *rating* de crédito AA+ em 2023, pela *Standard & Poor's* (NDB, 2023) e Fitch em 2018[33] (Fitch Ratings, 2024), melhor do que qualquer país individual dos BRICS, abre espaço para captação de recursos a investimentos sob taxas que não estariam disponíveis de outra maneira (Liu e Papa, 2022).

No entanto, vale ressaltar que no perfil atual de empréstimos pelo NDB denominados em moedas periféricas, a dominância é do RMB, com um valor ainda relativamente pequeno em rands sul-africanos e quase insignificantes de rupias indianas (NDB, 2022). Apesar das vantagens observadas na negociação em moedas locais, há sinais de predominância da posição chinesa no banco. Um contrabalanço é a própria estrutura administrativa, como os direitos de votos equitativos entre os membros.

---

[32] Uma vez que ainda é necessária uma realização cambial com uma moeda intermediária mais alta na hierarquia, abrindo espaço para perdas com variações cambiais especulativas e cíclicas.
[33] O rating do NDB pela Fitch é AA desde julho de 2022.

> "*The NDB has also rejected the veto rule, opting instead for the simple majority rule for most decisions, combined with the two-thirds majority rule for key strategic decisions, such as amendments to the Agreement or the establishment of special funds, as well as the vote of five founding members*". (Borges; Waisbich, 2020, p. 157)

Estados nacionais tentarem instrumentalizar um banco multilateral no qual detém sua posição de liderança é algo a se esperar. Contudo, há de se observar como será a influência de cada país no banco com o passar do tempo. Relatos de Batista Jr. (2019) apontam posturas variadas dos vice-presidentes do banco, como certa inércia no início da operação e outros relatos de bastidores de que "*Informally, NDB's senior management representatives often describe their organization as a start-up*" (Borges; Waisbich, 2020).

Todavia, a questão é se o NDB é uma instituição cuja postura ativa é a desdolarização ou não. Por hora, a resposta é uma negativa. A estratégia de investimento de nicho, como a predisposição de cofinanciamento com outros BMDs para projetos[34], não apresenta uma afronta direta à ordem internacional atual. No entanto, dado o *status* de novidade, é impossível afirmar que isso será mantido no médio ou longo prazo.

No entanto, considerando postura progressiva de contestação, há argumentos a serem considerados tanto por Strange (1988), onde a simples escolha do banco por utilizar moedas periféricas e ser gerido por nações em desenvolvimento já tensionam gradativamente o paradigma presente no SMFI. Um mapeamento feito por Borges e Weisbich (2010) de perspectivas sobre a posição contestatória do NDB expressa diversas interpretações sobre esse aspecto:

[34] NDB, 2022, p. 21, p. 23.

Tabela 7 - Narrativas sobre o NDB e seus potenciais efeitos na governança global

Narrativa	Proposições-chave
Revisionismo otimista	O NDB romperá com as práticas padrão do Banco Mundial e de outros bancos multilaterais de desenvolvimento (MDBs) bem estabelecidos, estabelecendo novos paradigmas de desenvolvimento sustentável (competição otimista).
Revisionismo pessimista	O NDB forçará outras instituições financeiras a enfraquecerem suas salvaguardas ambientais e de direitos humanos, bem como suas condicionalidades políticas ("ajuda desonesta"), intensificando uma percebida "corrida para o fundo do poço" nos padrões sustentáveis dentro do financiamento ao desenvolvimento (competição pessimista).
Reformismo otimista	O NDB complementará os esforços de outros MDBs para promover o desenvolvimento sustentável e democratizará a ordem econômica mundial sem romper com seus pilares políticos, econômicos e normativos (complementaridade otimista).
Reformismo pessimista	O NDB financiará infraestruturas predatórias voltadas para a exploração de recursos naturais dos países em desenvolvimento, minando os esforços para aliviar o endividamento dos países do Sul; ou o NDB financiará um modelo de desenvolvimento "antigo", baseado em grandes projetos de infraestrutura, que têm altos impactos socioambientais, são economicamente ineficientes e propensos à corrupção (complementaridade pessimista).

Fonte:Borges; Waisbich, (2020)Tradução própria.

3.3 - Comércio em moedas locais e moeda comum dos BRICS

O anúncio público do início das discussões para uma moeda comum dos BRICS surgiu pela primeira vez em 2023 no encontro anual do grupo na África do Sul, cujo objetivo anunciado não é da substituição das moedas nacionais, mas sim criar uma alternativa para o dólar nas relações econômicas entre os membros (Aguiar e Spechoto, 2023).

É importante ressaltar que, no presente momento, ainda há poucas informações e definições, inclusive da seriedade do projeto e qual seria a forma de lastrear essa nova moeda.

> "*A previous great name was the R5, proposed by Russian economists when the BRICS were five countries and all of their currencies began with the letter R. This name was ruined, however, by the fact that some of the four new members have currencies that do not begin with the letter R. Not a big deal, of course*." (Batista Jr., 2024, p. 4)

Em outro texto, Batista Jr. (2023) expõe possibilidades de implementação desta hipotética moeda, sendo a proposta com aparentemente maior simpatia dos países dos BRICS[35] a de uma cesta de moedas, denominando-a com algo parecido com o SDR, do FMI, onde esta moeda seria utilizada para realizar compensações entre os bancos centrais dos diversos países periféricos. Com efeito, os órgãos multilaterais administrando essa nova moeda em um primeiro momento poderiam ser os já existentes NDB e o Arranjo de Reservas de Contingência (ACR), até a implementação de um banco multilateral capaz de administrar a emissão desta moeda.

> "*The R5 would start as a unit of account, taking the form of a basket of the five currencies, constructed in a similar way to the SDR. The weights of the five currencies would roughly reflect the relative weights of the five economies. The renminbi would be more heavily weighted in the basket, followed by the rupee, then by the real and the ruble, with the rand having a lower weight. The Chinese currency could, to give an illustrative example, represent 40% of the basket; the Indian currency, 25%; the Russian and Brazilian currencies, 15% each; and South Africa, 5%. The R5 could begin at par with the SDR and fluctuate from there, reflecting changes in its currency basket relative to the SDR basket*." (Batista Jr., 2023)

Vale ressaltar que uma alternativa que, não é exclusiva desse sistema de moedas, é a criação de uma moeda digital do bloco e, possivelmente, criar uma

[35] Salvo a Índia que demonstra resistência à ideia por hora, muito provavelmente devido a sua proximidade com os EUA (Batista Jr., 2023; 2024, p. 1).

interconectividade ainda mais profunda entre as economias participantes, podendo operar com outras moedas digitais nacionais para liquidação de transações diretamente. (Liu; Papa, 2022)

> "*In this first stage, the R5 could be used as a unit of denomination for certain government transactions and official accounting records, in addition replacing the dollar in the internal accounting of the financial mechanisms created by the BRICS—the New Development Bank (NDB) and the Contingent Reserve Arrangement (CRA). This step is relatively simple and, if there is consensus among the five countries, could be implemented quickly, without significant costs*." (ibidem)

> "*First, it is not necessary for R5 to have a physical existence. It could be just a digital currency. Nor would it be necessary or recommendable to create a Central Bank of the BRICS (...) In other words, the purpose is not to create a single currency that would replace the five national currencies. It would be enough to create an Issuing Bank, in charge of issuing R5 according to predetermined rules without interfering with the actions of the five central banks, who would continue to perform all the typical functions of a monetary authority, that is, the definition of interest rates, the conduct of foreign exchange and open market operations, and the management of international reserves, in addition to financial regulation and supervision tasks*." (ibidem)

Outro mecanismo é a posição endossada pelos BRICS de realizar seu comércio em moedas locais, com a criação de ecossistemas financeiros novos que operam fora do SWIFT norte americano-europeu. Nesse sentido, o *Cross Border Interbank Payment System* (CIPS), operado pela China, abre espaço para operações que não passam inteiramente pelo SWIFT, como também a bandeira de cartões de crédito *Union Pay* que opera neste ecossistema financeiro. (Liu; Papa, 2022)

> "*This empowers CIPS to serve as an alternative messaging system to SWIFT and thus reduce the risk of exposing transaction information to the United States, thereby mitigating the effect of US sanctions*." (Liu; Papa, 2022, p. 39)[36]

No entanto, tanto a criação de uma moeda comum utilizando uma cesta de outras moedas dos BRICS como a realização de comércio em moedas locais têm um problema: a posição da China como maior nação industrial do planeta (Banco Mundial, 2024). Vê-se, portanto, que há uma desigualdade em relação aos os outros

[36] No entanto, Liu e Papa esclarecem logo em seguida também que: "*However, CIPS has not yet departed from SWIFT. It currently uses SWIFT and its standards for crossborder financial messaging to connect with the global system. CIPS also adopted the ISO 2022 international payments messaging standard in order to make it interoperable with other payments systems as well as with correspondent banks around the world. The adoption of the existing cross-border messaging standards serves China's interest in making CIPS a critical piece of financial infrastructure to promote renminbi internationalization* (*apud* SWIFT, 2016)." (Liu; Papa, 2022, p. 39)

países do bloco, que pode gerar uma replicação da dinâmica de dominância atual do dólar no longo prazo com o RMB.

Como explorado o capítulo 3, já há um descompasso entre as outras moedas, visto que o RMB cresce em adoção ano após ano, com a moeda em segundo lugar sendo a rupia indiana[37].

3.4 - Abordagens teóricas sobre desdolarização

Nesta subseção iremos abordar uma breve linha do tempo de alguns teóricos sobre a desdolarização, desde o início da discussão no século XX, até os dias atuais.

3.4.1 - Pré e pós-crise de 2008

Tratando de teorias de desdolarização, é importante contextualizar a temporalidade de cada argumento. Conforme descrito na seção 2, desde a concepção do modelo de Bretton Woods, já surgiram suas primeiras dissidências da predominância estadunidense. Robert Triffin, com a exposição dos problemas relacionados ao padrão dólar- ouro, no que ficou conhecido com o dilema de Triffin, e Valéry Giscard d'Estaing, na década de 1960, enquanto na posição de ministro das finanças francês, cunhou o termo "Privilégio Exorbitante”.

Uma segunda onda veio ao final da Guerra Fria, com a fundação da União Europeia e a criação do euro em 1999, conforme descrito por Eichengreen (2011). A esperança de que seria uma moeda forte e estável, capaz de competir com o dólar no cenário internacional e reduzir as inseguranças do controle único de Washington, não se concretizou e, como foi apontado na seção 3, uma regressão está em curso.

Já a terceira veio com a crise de 2008, com o mundo pego de surpresa na pior crise desde 1929. Aqui surge outra onda de discussão sobre o futuro do dólar, motivada pela insatisfação frente aos impactos da crise, com olhares divididos entre a Europa e a China por soluções.

Posições como a de McKinnon (2009) são um exemplo do tipo de defesa do dólar neste período, de cunho monetarista:

[37] Ver Figura 12.

> "*If the dollar was not playing this invaluable role in today's international economy, the markets would have chosen some other national money to be the world's key currency*." (McKinnon, 2009, p. 63)

Enquanto outros, como Eichengreen (2011), previam que o futuro seria da multiplicidade de moedas a competir com o dólar no SMFI, muito devido ao crescimento tido como certeiro na época dos países emergentes e avanços tecnológicos.

> "*Today more countries are consequential traders. More countries have liquid financial markets. The shift away from a dollar-dominated international system toward this more multipolar successor was accelerated, no doubt, by the 2008 crisis, which highlighted the financial fragility of the United States while underscoring the strength of emerging markets. (...) Everyone now carries in his pocket a device capable of providing the real-time information needed to compare prices in different currencies. Comparing the prices of bonds or the cost of trade credit in dollars and euros is no longer a problem. Changes in technology have allowed for freer competition in other industries long assumed to be natural monopolies, like electricity and telephony. Why should international finance be any different?*" (*ibidem*, p. 150-151)

A ponto de afirmar que o real e o rublo tinham também este potencial.

> "*While the dollar, the euro, and the renminbi will be the leading international currencies, they may not have the field to themselves. The same arguments suggesting that there is room for three international currencies suggest that there is room for more than three. The additional candidates are not likely to be the currencies of demographically challenged countries like Japan and Russia. Size matters for the depth and liquidity of financial markets. And assuming the continued convergence of living standards, population will be a key determinant of economic size. This points to India's rupee and Brazil's real as additional runners*." (*ibidem*, p. 151)

Já outros autores, como Varoufakis (2016), propunham uma análise mais crítica à crise de 2008, trazendo questões estruturais do Dólar ao centro de sua teoria.

Sua teoria com a alegoria do "Minotauro Global" resgata a proposta de J. M. Keynes, apresentada na conferência de Bretton Woods, isto é, a necessidade de um mecanismo global de reciclagem de excedente (MGRE), cuja função era:

> "Prevenir a formação de superávits sistemáticos em alguns países e déficits persistentes em outros. Por que os desequilíbrios comerciais eram fonte de tanta preocupação? Keynes acreditava que, se o comércio global estivesse muito desequilibrado, com alguns países (por exemplo, os EUA) gozando de largos superávits e outros em profundo déficit, uma pequena crise em qualquer lugar poderia facilmente se transformar em outra catástrofe global". (Varoufakis, 2016, p. 98)

A forma de evitar essa instabilidade sistêmica era a criação de uma União Internacional de Compensações e um Banco Central Internacional, cuja moeda seria a Bancor, com juros de empréstimo zero até o montante de 50% da média do volume comercial total de um país deficitário. E como contrapartida, países superavitários teriam penalidades na forma de juros por acumularem superávits após certo limite — forçando apreciação de sua moeda (Varoufakis, 2016).

Esta proposta foi rejeitada, contudo, a necessidade de um mecanismo que no mínimo pudesse mitigar a situação de superávits/déficits, era presente. A forma na qual isso se deu foi como os EUA, detentores de superávits volumosos com o resto do mundo no pós-guerra, transformou estes superávits em injeções de capital nos países destruídos pela guerra. Com destaque para Alemanha e Japão, gerando mais demanda por suas exportações e, dessa forma, ainda mais excedentes (*ibidem)*.

No entanto, ocorreu uma inversão, com a reconstrução da Europa e do Japão e, com o crescimento rápido dos países do leste asiático, os EUA saíram de sua posição de nação superavitária para deficitária com o resto do mundo.

Isso construiu o que já fora mencionado como "Privilégio Exorbitante" anteriormente, ou para Varoufakis (2016) "O Minotauro Global", o inverso de um MGRE, onde através dos déficits irmãos dos EUA: déficit comercial e militar.

> “Como vimos, os EUA usaram seus novos déficits gêmeos a seu favor. Em vez de perderem seu papel hegemônico, ou tentarem reduzir seus déficits, fizeram exatamente o contrário: reforçaram sua hegemonia aumentando seus déficits. E uma vez que os déficits devem de alguma forma ser financiados, a chave para esta segunda fase do pós-guerra era fazer com que o resto do mundo produzisse um tsunami constante de capital direcionado a Nova York. (...) Para financiá-lo, atraiu o capital estrangeiro, que estava muito satisfeito em poder comprar títulos do Tesouro Americano (...) Esta entrada de capital ajudou a equilibrar o crescente déficit comercial do país. Enquanto isso, ambos os déficits, conjuntamente, atraíram capital para Nova York, permitindo que Wall Street ampliasse ainda mais seu crédito. Esta peregrinação sem fim do capital do mundo para a Meca financeira global alimentou os déficits americanos a tal ponto que logo começaram a se parecer com uma criatura mitológica, um Minotauro Global, cuja presença tornou a economia americana dependente e cuja influência rapidamente se estendeu para todas as regiões do planeta.” (Varoufakis, 2016, p. 151-152)

Por fim, argumenta-se que, com a crise de 2008, haveria ocorrido "a morte do Minotauro", o fim do MGRE arremessando o mundo em uma era de instabilidade e crescimento reduzido (*ibidem*).Importante relembrar que o mundo se recuperou, em certa medida, da crise e os mercados financeiros em particular também. Logo, seguindo a alegoria de Varoufakis (2016) a besta teria sido ferida e hibernou para se recuperar, uma vez que o apetite do mercado internacional por dólares não diminuiu, e sim cresceu.

3.4.2 - Análise recente do papel dos BRICS

Ao nos aproximarmos da data presente da redação deste trabalho, temos autoras como Liu e Papa (2022), que constroem hipóteses de uma possível desdolarização já com o horizonte da crise de 2008 no passado e analisando a possibilidade dos BRICS realizarem essa ruptura. As autoras detalham o campo de estudo entre BRICS e desdolarização, através de uma tipologia própria de duas estratégias adotadas pelo grupo[38]

A primeira chamada *go-it-alone*, ou, reinterpretando, estratégia de autonomia. No SMFI, é caracterizada por movimentos deliberados em direção a se afastar das instituições e estruturas postas do dólar como SWIFT, FMI e Banco Mundial através de diversas frentes.

A primeira de destaque é a participação crescente do RMB no mercado futuro de petróleo e com um mercado chinês de conversão entre RMB com ouro. Esse movimento se deve a uma questão de soberania energética por parte da China, mas que naturalmente garante flexibilidade aos países da periferia do SMFI para operar fora do sistema dominado pelos EUA.

> "*This process has led to China, the world's largest oil importer, having an entirely domestic infrastructure for trading oil using gold, and that China's oil suppliers can receive payment in renminbi and immediately convert it into gold. (...) China's primary motivation for promoting its yuan oil futures is to encourage the use of renminbi in oil trading and risk hedging, especially in the settling of physical oil deliveries to reduce exchange risks. The Chinese government cannot singlehandedly launch the yuan oil futures and ensure the fast growth in trading volume because commodities trading requires buyers and sellers. The fact that the yuan oil futures have been launched successfully and the trading volume has expanded indicates that there is*

[38] Vale ressaltar que os dois grupos de estratégias não são excludentes, e podem ser complementares como por exemplo a introdução de investimento em moedas locais (reformismo) dentro do NDB (autonomia).

> *great interest in the market to dedollarize the global oil trade*." (Liu; Papa, 2022, p. 35-36)

A saúde dessa situação no longo prazo com a questão da transição energética é incerta, porém no curto e médio prazo é uma frente contrária dominância estadunidense no ramo energético global. E nada impede que ocorra uma transição no futuro da estrutura de mercado do petróleo para outras commodities centrais à transição energética como minerais raros.

Outra frente é através do NDB, enquanto um BMD operando fora das instituições de Bretton Woods e com gestão a partir dos países dos BRICS, cria um espaço de autonomia para os países membros. O CIPS da mesma forma enquanto método de pagamento alternativo entre países (Liu e Papa, 2022).

A vanguarda neste tipo de estratégia vem por parte da China, mas também da Rússia, onde após as sanções impostas pelos EUA e Europa em 2014 pela anexação da Criméia, e o início do conflito direto entre ela e a Ucrânia; começou a depender mais desse ecossistema financeiro para poder realizar comércio, principalmente com a China (*ibidem*, p. 41; Reuters, 2023). Um desdobramento mais recente dessa frente vem por através do, ainda em desenvolvimento, BRICS Pay[39].

> "*A collective and perhaps more ambitious step toward de-dollarization is the "BRICS Pay" system currently under development. It is a single contactless payment system that connects BRICS' national payment systems with an integrated cloud platform for payment. BRICS Pay will not duplicate the national payment systems that are already in place in the member countries; rather, the system leverages the latest fintech innovations in BRICS countries to integrate BRICS members' individual payment systems. (...) The BRICS Pay system is part of BRICS' collective effort to establish a common system for retail payments and transactions between its members. (...) The biggest advantage of BRICS Pay is that this proposed integrated payment system would make possible the use of BRICS members' national currencies as a direct basis of exchange for external payments*." (Liu; Papa, 2022, p. 43)

Quanto a estratégias denominadas como *reform-the-status-quo*, ou estratégias de reformismo no SMFI, o próprio nome sinaliza reformas graduais no sistema a fim de reduzir o grau de marginalização dos países na periferia do sistema.

---

[39] Podendo esse sistema já estar *future proofed* para integração com moedas digitais nacionais, ou até mesmo multilaterais como descrito acima. (Liu; Papa, 2022).

Aqui, países como Brasil e Índia lideram as movimentações entre instituições multilaterais, com a principal história de sucesso a inclusão do RMB na cesta de moedas dos SDR, cujos impactos puderam ser observados na seção 3.2.

Movimentações em negociação em moedas nacionais a fim de diluir a utilização do dólar também entram nesta categoria, como descrito anteriormente na seção 4.3. E especialmente a introdução cruzada de derivativos de *benchmark* das diferentes bolsas dos BRICS para aumentar liquidez entre os países membros.

> "*The alliance allows domestic investors within BRICS who want to go offshore to trade index futures and options for each exchange on their domestic market to use their own currency, which is free of capital controls or currency risk. For investors outside of the BRICS countries, the alliance offers easy access to major equity index derivatives of the BRICS markets, which gives them an opportunity for portfolio diversification and for gaining exposure to BRICS equity markets*." (ibidem, p. 60)

4.Conclusão e considerações finais

Ao longo deste trabalho foi explorada a posição do dólar no SMFI, desde suas origens históricas de internacionalização após o fim da segunda guerra mundial, até a sua posição nos dias de hoje. Da mesma maneira, exploramos o impacto da ascensão dos países do BRICS no SMFI, com ênfase na sua dimensão financeira, passando por uma análise empírica contemporânea das reservas dos diversos bancos centrais, através dos dados disponíveis pela base do COFER, como também a demanda nos mercados cambiais através da BIS *Triennial Survey*.

Por fim, discutimos em específico algumas instituições e esforços multilaterais por parte dos BRICS para se contrapor ao dólar no SMFI, como o papel do NDB e as discussões atuais sobre uma possível moeda comum dos BRICS. Seguido por uma breve exposição de algumas das teorias de desdolarizaçao entre o século XX e os dias de hoje.

A questão central na análise era a pergunta: estaria ocorrendo a desdolarização e, em caso positivo, se o grupo dos BRICS estaria ocupando este espaço. Da mesma forma, dando atenção ao comportamento de outras moedas mais elevadas na hierarquia monetária como o euro, a libra , iene, dólares australiano e canadense.

A exposição acima deixa pouca dúvida que a hipótese de que está ocorrendo a desdolarização deve ser rejeitada.

Não houve diminuição no uso do dólar e as instituições de Bretton Woods ainda desempenham papel central. No entanto, quando nos referimos às moedas abaixo do dólar, o euro e o Grupo 1 da seção 2, há indícios de redução de seu uso e outras moedas estão preenchendo este espaço, como as moedas periféricas. (FMI, 2024; BIS, 2022)

Quanto às moedas dos BRICS, o destaque claro é o RMB, que possivelmente está descolando aos poucos de sua condição como moeda periférica. Autores como McKinnon (2009) e Eichengreen (2011) apontam como impedimento para aceleração desse processo o controle e regulação do estado chinês, como sua própria estrutura, sobre os mercados financeiros.

> "*Not only are Chinese financial markets overregulated and underdeveloped, but the kinds of liquid domestic financial markets that help to boost the international standing of a currency are most likely to flourish in political contexts characterized by limited constitutional government and procreditor legal frameworks*." (McKinnon, 2009, p. 74)

> "*With time China can strengthen the international role of the renminbi by developing liquid securities markets and liberalizing access to them. With time it can make its currency freely usable for financial as well as merchandise transactions. The question is: how much time? China has been feeling its way in this direction for more than a decade yet even now has moved only part of the way down the path. With good reason: reconciling financial stability with full freedom to buy and sell domestic and foreign assets has formidable prerequisites. Markets must first become more transparent. Banks must be commercialized. Supervision and regulation must be strengthened. Monetary and fiscal policies must be sound and stable, and the exchange rate must be made more flexible to accommodate a larger volume of capital flows*." (Eichengreen, 2011, p. 145)

Uma possível resposta chinesa a esses entraves foi a adoção da estratégia *Belt and road initiative*, com megaprojetos de infraestrutura por todo o globo, bem como a criação do *Asian Infrastructure Investment Bank* (AIIB), e do Banco Asiático de Investimento.

O que é inegável é que através da cooperação dos BRICS estão ocorrendo mudanças em instituições tradicionalmente dominadas pelos países ocidentais, como a introdução do RMB na cesta de moedas do SDR., além da criação do NDB que, apesar de seus entraves iniciais, possui um horizonte de oportunidades enorme para o sul global, especialmente em um contexto de transição energética.

Apesar do RMB ter destaque com seu ritmo de adoção acelerado[40], moedas como a rupia indiana também sinalizam estarem ganhando fôlego[41], enquanto o real e o rand sul africano mantêm-se estáveis. Por sua vez, o futuro do rublo russo é incerto. Antes da situação russa-ucraniana, o rublo tinha papel bastante representativo dentre as moedas dos BRICS, e não é possível afirmar ao certo se irá recuperar sua posição, qualquer que seja o desfecho do conflito.

Outras iniciativas do bloco como as moedas digitais nacionais são talvez uma das alternativas com maior potencial, uma vez que se tratam de uma infraestrutura financeira nova, apoiada em tecnologias da informação,as quais provaram-se na história recente capazes de gerar mudanças rápidas e duradouras dentro e fora do campo da economia.

---

[40] Figura 9.
[41] Figura 11.

Resumindo os pontos discutidos, o potencial de liquidar transações comerciais instantaneamente sem intermediários financeiros, para além dos bancos centrais, traz para o campo da realidade um futuro no qual o dólar não precisa estar envolvido para execução do comércio internacional. Liu e Papa (2022) afirmam que é a possibilidade mais frutífera para fazer frente ao dólar no SMFI.

Quando possivelmente integrado ao NDB, ou o AIIB, descopla das instituições de Bretton Woods maneiras de financiamento em infraestrutura, com uma moeda multilateral como a R5 agindo como *buffer* entre as moedas nacionais para reduzir instabilidade.

Resgatando a discussão de Varoufakis (2016) sobre a necessidade de um MGRE, existe através dos BRICS uma oportunidade clara para a criação de um MGRE intra-sul global. A posição da China como a principal nação industrial do planeta (Banco Mundial, 2024) possibilita um desempenho em suas contas nacionais invejável. Só em 2023, na sua conta corrente houve um superávit de 2,7 trilhões de USD, enquanto em sua conta financeira, observou-se um déficit acumulado de 2,5 trilhões, traduzindo-se em uma posição absoluta superavitária de 205 bilhões de USD. (SAFE, 2023)

Dada essa posição estrutural, existe a possibilidade da construção de algo similar ao Bancor, através de uma moeda comum ao bloco, ou, à uma dinâmica similar do pós-guerra, através de fluxos de crédito para investimentos por meio de MDBs como o NDB. E de certa maneira pode-se argumentar que a segunda opção já está ocorrendo através dos projetos do *Belt and Road*.

No entanto, vale reafirmar algo que foi dito no início deste texto: trata-se de um cenário muito dinâmico em que a incerteza frente ao futuro impera. A proposta deste texto foi trazer uma análise estática da situação presente, sinalizar tendências, avaliar discussões e apresentar algumas possibilidades de mudança estrutural — e não tomar parte na atividade arriscada, e geralmente fútil, de realizar previsões em relação ao futuro. Assim, é necessário mantermo-nos atentos aos desdobramentos no cenário global, tanto econômico quanto geopolítico, e suas consequências históricas.

Nesta linha, para futuros horizontes de pesquisa dentro deste debate, a realização de um estudo mais centrado na próxima edição do BIS *Triennial Survey* que deverá ser lançado em 2025 pode provar-se pertinente a fim de acompanhar o desenvolvimento do mercado privado. Outra possibilidade é a de estudos de caso mais centrados no RMB e/ou na rúpia indiana.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, S.; SPECHOTO, C. Lula confirma criação de uma moeda comum dos Brics para facilitar trocas comerciais. **CNN Brasil**. 24 ago. 2023. Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/lula-confirma-criacao-de-uma-moeda-comum-do-brics-para-facilitar-trocas-comerciais/. Acesso em: 20 nov. 2024.

ARSLANALP, S.; SIMPSON-BELL, C.; EICHENGREEN, B. The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies. **IMF Working Papers**, [s. l.], v. 2022, n. 058, p. 1, 2022.

BANCO DE COMPENSAÇÕES INTERNACIONAIS. Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2022. 2022. Disponível em: https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm. Acesso em: 8 nov. 2024.

BANCO MUNDIAL. Industry (including construction), value added (current US$). Disponível em: https://data.worldbank.org/indicator/NV.IND.TOTL.CD. Acesso em 19 nov. 2024.

BATISTA JR, P. N. A BRICS Currency? In: **Contemporary World Economy Journal**. Moscou, Rússia: HSE University, 2023. Disponível em: https://cwejournal.hse.ru/index.php/cwejournal/pnoguiera-3-2023. Acesso em: 19 nov. 2024.

BATISTA JR, P. N. BRICS: Geopolitics and monetary initiatives in a multipolar world – how could a new international reserve currency look like? 2024. Paulo Nogueira Batista Jr. - Portal Economista. Disponível em: https://www.nogueirabatista.com.br/wp-content/uploads/2024/10/BRICS-Geopolitics-and-monetary-initiatives-in-a-multipolar-world-%E2%80%93-how-could-a-new-international-reserve-currency-look-like.pdf. Acesso em: 19 nov. 2024.

BATISTA JR, P. N. O Brasil não cabe no quintal de ninguém. São Paulo, Brasil: Leya, 2019.

BORGES, C.; WAISBICH, L. T. The BRICS' New Development Bank at the Crossroads: Challenges for Building Development Cooperation in the Twenty-First Century. In: **DE OLIVEIRA, J. A. P.; JING, Y.** (Ed.). **International development assistance and the BRICS.** Springer Nature, 2020.

CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, p. 341-372, 2014.

EICHENGREEN, B. J. Exorbitant privilege: the rise and fall of the dollar. Oxford: Oxford University Press, 2011.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS. Federal Funds Effective Rate. 2024. St. Louis. 2024. Disponível em: https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS. Acesso em 22 nov. 2024.

FITCH RATINGS. Entity - New Development Bank. 2024. Disponível em: https://www.fitchratings.com/entity/new-development-bank-96664712. Acesso em: 11 nov. 2024.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Chinese Currency Added to SDR Basket. 2016. Disponível em: https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2016/eng/sdr.htm. Acesso em: 8 nov. 2024.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). 2024. Disponível em: https://betadata.imf.org/en/datasets/IMF.STA:COFER(1.0.0). Acesso em: 8 nov. 2024.

LIU, Z. Z.; PAPA, M. Can BRICS De-dollarize the Global Financial System? 1. ed. [s.l.] Cambridge University Press, 2022. Disponível em: https://www.cambridge.org/core/product/identifier/9781009029544/type/element. Acesso em 12 dez. 2023.

MCKINNON, R. U.S. Current Account Deficits and the Dollar Standard's Sustainability: A Monetary Approach. In: **HELLEINER, E.; KIRSHNER, J.** (EDS.). **The future of the dollar.** Ithaca: Cornell University Press, 2009. p. 45-68.

MELIN, L.E.; TAVARES, M. C. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: **TAVARES, M. C.; FIORI, J .L.** (EDS.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização.** Editora Vozes, 1997.

NEW DEVELOPMENT BANK. Annual Report 2022: building a leading development bank for emerging economies. 2022. Disponível em: https://www.ndb.int/annual-report-2022/. Acesso em: 8 nov. 2024.

NEW DEVELOPMENT BANK. New Development Bank Receives AA+ Credit Rating from Fitch. 3 ago. 2018. Disponível em: https://www.ndb.int/news/new-development-bank-receives-aa-plus-credit-rating-from-fitch/. Acesso em: 8 nov. 2024.

NEW DEVELOPMENT BANK. New Development Bank 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed by S&P. 28 fev. 2023. Disponível em: https://www.ndb.int/news/new-development-bank-aa-a-1-ratings-affirmed-by-sp/. Acesso em: 8 nov. 2024.

NEW DEVELOPMENT BANK. Projects. Disponível em: https://www.ndb.int/projects/all-projects/.

ORSI, B. Currency Internationalisation and Currency Hierarchy in Emerging Economies: The Role of the Brazilian Real. University of Leeds, 2019.

REUTERS. Russia should use China's CIPS platform to resolve payments issues, says industry head. 15 jun. 2023. Disponível em: https://www.reuters.com/article/markets/russia-should-use-chinas-cips-platform-to-resolve-payments-issues-says-industr-idUSL8N3873HF/. Acesso em: 20 nov. 2024.

SAFE. SAFE Releases China's Balance of Payments for the Third Quarter and First Three Quarters of 2023. Pequim: State Administration of Foreign Exchange. 29 dez. 2023. Disponível em: https://www.safe.gov.cn/en/2023/1229/2161.html. Acesso em: 22 nov. 2024.

STRANGE, S. States and Markets. London, UK: Continuum, 1988.

TAVARES, M. C. A retomada da hegemonia norte-americana. In: **TAVARES, M. C.; FIORI, J. L.** (EDS.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização.** Editora Vozes, 1997.

UNIÃO EUROPEIA. The common agricultural policy at a glance. 2023. Disponível em: https://agriculture.ec.europa.eu/common-agricultural-policy/cap-overview/cap-glance_en. Acesso em: 22 dez. 2023.

UNIÃO EUROPEIA. Timeline - Packages of sanctions against Russia since February 2022. 2024. Disponível em: https://www.consilium.europa.eu/en/policies/sanctions-against-russia/timeline-packages-sanctions-since-february-2022/. Acesso em: 14 nov. 2024.

VAROUFAKIS, Y. O minotauro global: a verdadeira origem da crise financeira e o futuro da economia global. Autonomia Literária, 2016.

XIUJIN, X. New Development Bank. In: **FANG, C.; NOLAN, P.; LINGGUI, Wang. Routledge handbook of the belt and road.** London, UK: Routledge, 2022.