

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

Henrique Heiss Zappe

**A hegemonia do dólar e o Sistema Monetário Internacional Hierarquizado: uma análise
histórica do dólar e suas crises**

Florianópolis

2022

Henrique Heiss Zappe

**A hegemonia do dólar e o Sistema Monetário Internacional Hierarquizado: uma análise
histórica do dólar e suas crises**

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

Orientadora: Prof. Dra. Patricia Fonseca Ferreira Arienti

Florianópolis

2022

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

Zappe, Henrique Heiss

A hegemonia do dólar e o Sistema Monetário Internacional Hierarquizado: uma análise histórica do dólar e suas crises / Henrique Heiss Zappe ; orientadora, Patricia Fonseca Ferreira Arienti , 2022.

60 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio Econômico, Graduação em Relações Internacionais, Florianópolis, 2022.

Inclui referências.

1. Relações Internacionais. 2. Sistema Monetário Hierarquizado. 3. Dólar. 4. Funções da moeda internacional. 5. Divisa hegemônica. I. , Patricia Fonseca Ferreira Arienti. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Relações Internacionais. III. Título.

Henrique Heiss Zappe

**A hegemonia do dólar e o Sistema Monetário Internacional Hierarquizado: uma análise
histórica do dólar e suas crises**

Florianópolis, 25 de Julho de 2022.

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

Prof.(a) Dr.(a) Marialice de Moraes
Avaliadora
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof.(a) Dr.(a) Desirée Almeida Pires
Avaliadora
Universidade Estadual de Campinas

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

Prof^a. Dra. Patricia Fonseca Ferreira Arienti (Orientadora)

Florianópolis

2022

Este trabalho é dedicado aos meus pais, Jairo e Roseli, à minha avó Teresinha e à minha irmã Barbara.

AGRADECIMENTOS

Essa página não tem início, nem meio, nem fim. É um processo. Impossível de ser escrita em sua plenitude. De se transpor em caracteres a emoção sentida por quem escreve.

Agradecer significa ter a humildade de que suas conquistas dependem de outras pessoas. De quem ensina. De quem repassa os valores construídos por gerações. De quem respeita o nosso processo de formação de indivíduo. De quem nos ama.

Sou eternamente grato a meu pai Jairo Roberto Zappe, e minha mãe Roseli Heiss Zappe. Vocês são a fonte do meu saber, são a alegria das minhas conquistas, são a personificação dos valores que levarei por toda minha vida. Sem vocês não sou ninguém. Agradeço, ao mesmo passo, minha irmã Barbara Heiss Zappe, por todo o apoio que você já me deu. Espero que a sua luz ilumine toda e qualquer escuridão e que a bondade continue a preencher seu coração. A minha avó Teresinha Emeri Heiss, alicerce e rainha da família, imensa gratidão. Que seu legado como mãe, avó e mulher ecoe por nossas futuras gerações.

Ao meu Colégio Vicentino Imaculado Coração de Maria, que foi a instituição que me criou e estudei toda minha vida, agradeço com muito amor por ensinar não apenas o conteúdo, mas a como formar pessoas. Aos meus professores do Ensino Médio e Ensino Fundamental, obrigado pela paciência, pela paixão ao ensinar, pela formação de caráter. Aos meus professores da UFSC por oferecer Ensino Público de qualidade, em especial à Professora Dra. Patricia Fonseca Ferreira Arienti, que foi a minha primeira e última professora, e lidou com minhas ansiedades com muita paciência.

Aos meus amigos, que sempre estiveram ao meu lado e que me fortalecem na busca pelo saber: Giovanni De Bona, Henrique Oliveira, Leonardo Schorr, Leonardo Tomazeli, Lorenzo Scarpato, Thomás Schaefer.

Aos amigos os quais hoje são do peito e conheci mediante esta instituição: Caio Muniz, Gabriel Goes, Giovanna Schmidt e Vinicius Ihan. Hoje, é impossível imaginar minha vida sem vocês.

À minha namorada, Manoela Flores Chioca, que nas palavras de Legião Urbana: “me veio como um sonho bom, e me assustei, não sou perfeito”. Agradeço por ter encontrado em seu coração a bondade e a humildade. Me ensinou que a vida é leve e ainda mais linda ao seu lado. Foi fundamental no processo de retificação deste trabalho.

RESUMO

Várias moedas competem por seu espaço no Sistema Monetário Internacional como a mais capacitada para prover as funções da moeda e com isso estabelecer quem pode usufruir dos benefícios da senhoriagem internacional. A competição e a diversidade de moedas acarreta em um Sistema Monetário Internacional Hierarquizado e Fracionado. O presente trabalho visa verificar se o dólar é ainda a moeda chave do arranjo monetário vigente. Para isso, aborda aspectos teóricos, ao se debruçar sobre a internacionalização da moeda e suas funções; históricos, ao analisar a trajetória do dólar a partir de suas crises, partindo de Bretton Woods até a Crise de 2008; e quantitativos, ao levantar dados sobre as funções da moeda e a capacidade do dólar em ser a moeda hegemônica.

Palavras-chave: Sistema Monetário Hierarquizado. Dólar. Funções da moeda internacional. Divisa hegemônica.

ABSTRACT

Currencies compete for their position in the International Monetary System to establish who can benefit from the international seigniorage. The competition and diversity of currencies result in a Hierarchical and Fractional International Monetary System. The present essay seeks to verify if the dollar is still the key currency of the monetary arrangement. It does so by understanding theoretical aspects when approaching the internationalization of a currency and its functions. Historical aspects, when analyzing the dollar through its crisis, starting at Bretton Woods until the 2008's Financial Crisis. And quantitative aspects, by gathering data about the currency's functions and the dollar's capacity in being the hegemonic currency.

Keywords: Hierarchical Monetary System. Dollar. International currency functions. Hegemonic Currency.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Pirâmide hierárquica das moedas internacionais	18
Quadro 1 - Funções Públicas e privadas da moeda internacional	20
Quadro 2 - Vantagens e custos de uma moeda internacional	22
Gráfico 1 - Porcentagem de dólares em moeda física no exterior	25
Gráfico 2 - Dívida Pública Americana como porcentagem do PIB (2000-2014)	42
Gráfico 3 - Giro nos Mercados Cambiais Globais (1989-2019)	46
Gráfico 4 - Participação nas faturas comerciais de exportação, por moeda	48
Tabela 1 - Composição das reservas internacionais, em porcentagem, por moeda (1998-2009, anos selecionados)	49
Gráfico 5 - Participação das moedas internacionais na composição dos ativos bancários	50
Gráfico 6 - Participação das moedas internacionais na composição dos passivos bancários	51

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BIRD Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento

BIS Bank for International Settlements

CBDC Central Bank Digital Currency

CRA Community Reinvestment Act

DCEP Digital Currency Electronic Payment

EUA Estados Unidos da América

FANNIE MAE Federal National Mortgage Association

FED Federal Reserve Board

FRED Federal Reserve Economic Data

FREDDIE MAC Federal Home Loan Mortgage Corporation

FMI Fundo Monetário Internacional

G7 Grupo dos 7

G20 Grupo dos 20

GSE Government Sponsored Enterprise

OCDE Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

ONU Organização das Nações Unidas

OTAN Organização do Tratado do Atlântico Norte

PIB Produto Interno Bruto

SDR Special Drawing Rights

SMI Sistema Monetário Internacional

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
2 A MOEDA INTERNACIONAL	16
2.1 O SISTEMA MONETÁRIO FRACIONADO E HIERARQUIZADO	16
2.2 AS FUNÇÕES DA MOEDA: PÚBLICO E PRIVADO	18
2.2.1 Funções Privadas da Divisa Internacional	18
2.2.1.1 Função meio de pagamento	18
2.2.1.2 Função moeda de denominação	19
2.2.1.3 Função moeda de investimento e financiamento	19
2.2.2 Funções Públicas da Divisa Internacional	19
2.2.2.1 Moeda de intervenção	19
2.2.2.2 Moeda âncora	19
2.2.2.3 Moeda Reserva	20
2.3 A PRINCIPAL CONTRADIÇÃO ENTRE AS FUNÇÕES DA MOEDA	20
2.4 FATORES DETERMINANTES DO USO INTERNACIONAL DA MOEDA	21
2.5 VANTAGENS E CUSTOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO DA MOEDA	23
2.5.1 Custos de transação	24
2.5.2 Senhoriagem internacional	24
2.5.3 Flexibilidade Macroeconômica	25
2.5.4 Influência	26
2.5.5 Reputação	26
2.5.6 Apreciação da moeda	27
2.5.7 Restrição externa	27
2.5.8 Responsabilidade pelas políticas econômicas	27
2.6 CONCLUSÕES PRELIMINARES	27
3 ANÁLISE HISTÓRICA DO DÓLAR E SUAS CRISES	28
3.1 BRETTON WOODS	29

3.1.1 O padrão ouro-dólar	30
3.1.2 O circuito euro-dólar	31
3.1.3 O Dilema de Triffin	32
3.2 O CHOQUE NIXON	33
3.3 A POLÍTICA DO DÓLAR FORTE E A ESCALADA DOS JUROS DA DÉCADA DE 80	35
3.3.1 O Choque Volcker	36
3.3.2 O padrão dólar flexível e a política do dólar forte	36
3.4 A CRISE DE 2008	39
3.4.1 Antecedentes	40
3.4.2 A Crise	40
3.4.3 A saída	41
3.5 CONCLUSÕES PRELIMINARES	42
4 A HEGEMONIA DO DÓLAR E AS ALTERNATIVAS À MOEDA CHAVE	45
4.1 FUNÇÃO MEIO DE PAGAMENTO	45
4.1.1 Público	45
4.1.2 Privado	46
4.2 FUNÇÃO UNIDADE DE CONTA	47
4.2.1 Público	47
4.2.2 Privado	47
4.3 FUNÇÃO RESERVA DE VALOR	48
4.3.1 Público	48
4.3.2 Privado	50
4.4 AS ALTERNATIVAS AO DÓLAR	51
4.4.1 O Bitcoin	52
4.4.2 Central Bank Digital Currencies (CBDCs)	52
4.4.3 O Renminbi	54
4.5 CONCLUSÕES PRELIMINARES	55
5 CONCLUSÃO	56
REFERÊNCIAS	58

1 INTRODUÇÃO

Após Bretton Woods, os Estados Unidos se colocaram como o país central do Sistema Monetário Internacional. Por conseguinte, se tornaram o país mais bem sucedido no que tange a promoção internacional de sua moeda. Em um primeiro momento, encontraram-se no epicentro da economia mundial. Eram capazes de satisfazer a liquidez global através do circuito euro-dólar, dos empréstimos a longo prazo para os países envolvidos na Segunda Guerra Mundial e de seu saldo em conta corrente positivo. (SERRANO, 2016)

Partindo da seguinte pergunta: *Continua o dólar a ser a moeda internacional hegemônica em um Sistema Monetário Internacional Hierarquizado?*, o principal objetivo do trabalho é compreender se o dólar ainda é a moeda chave do Sistema Monetário Internacional (SMI). Para fazê-lo, buscar-se-á: trazer e explicar o Sistema Monetário Internacional Fracionado e Hierarquizado; entender os aspectos teóricos da internacionalização da moeda, as funções da moeda e as principais vantagens e custos desse processo; examinar o processo histórico do dólar, com enfoque especial no Choque Nixon, Choque Volcker e a Crise de 2008; analisar as fases do dólar, o padrão dólar-ouro e o dólar flexível; verificar, através das funções da moeda, se o dólar ainda se coloca na posição de moeda hegemônica do SMI.

Esse trabalho tem como objetivo geral verificar se o dólar ainda é a moeda central no Sistema Monetário Internacional. Possui caráter descritivo. Sob uma abordagem hipotético-dedutiva, parte-se da hipótese de que o dólar continua a desempenhar a função de moeda central do SMI. Como objetivos específicos, temos entender quais as funções das moedas internacionais; analisar o papel da história do dólar no desenvolvimento da estrutura hierárquica e fracionária e verificar a utilização do dólar através de dados relativos às suas funções. Assim, o trabalho foi dividido em três capítulos essenciais para a verificação.

O primeiro capítulo visa discutir a moeda internacional. Diversos fatores podem levar uma moeda a se tornar internacional e levar a sua aceitação no Sistema Monetário Internacional. Esses fatores podem ser políticos e econômicos. Podem beneficiar ou prejudicar o país emissor. Em um primeiro momento, analisar-se-á os efeitos positivos e negativos para o país emissor. De características favoráveis, podemos mencionar: custos de transação; senhoriagem internacional; flexibilidade macroeconômica; reputação e influência. Em contrapartida, os principais malefícios: apreciação da moeda, restrição externa e responsabilidade de políticas econômicas (COHEN, 2011). Tais vantagens e custos se estabelecem dentro da estrutura

monetária hierarquizada. Na hierarquia monetária, é possível enquadrar as moedas em *top currency*, *patrician currencies* e *elite currencies* (COHEN, 2011). Além disso, dentro da hierarquia, é possível analisar as funções das moedas e como cada um dos grupos se comporta. Buscar-se-á onde se encontra o dólar no Sistema Monetário Internacional e se é capaz de cumprir ainda hoje as funções da moeda tanto em âmbito público quanto privado. (CONTI et al., 2013)

O segundo capítulo aborda os aspectos históricos do dólar e suas crises. Conforme entendido como se dá a relação do sistema monetário internacional, nos voltaremos ao entendimento dos Estados Unidos da América como Estado emissor da moeda chave. Seu aspecto histórico será ressaltado a fim de verificar como o dólar se promoveu ao decorrer dos anos. De Bretton Woods ao Choque Nixon será determinado como os EUA (Estados Unidos da América) administraram o sistema dólar-ouro e ajudaram a promover liquidez internacional para acelerar o crescimento mundial. O Dilema de Triffin (1961) ajuda a explicar a queda do sistema, mas Serrano (2016) elucida como os EUA não possuíam um constrangimento da sua balança de pagamentos. Após isso, surge o padrão dólar flexível, baseado na premissa de que “*one dollar is as good as one dollar*” (SERRANO, 2016, p. 251). Nesse padrão, o dólar emerge como a *top currency* do SMI, e se torna a principal moeda de pagamento e moeda de reserva. As crises do dólar podem clarear como o SMI trabalha e reage aos momentos de instabilidade da moeda chave. Três momentos são elencados como determinantes no processo de promoção do dólar: o Choque Nixon e a inconvertibilidade do dólar em ouro; a política do dólar forte e o Choque Volcker; e a Crise de 2008. Ao mergulhar sobre esses momentos, é possível entender se o sistema foge para o dólar ou do dólar e por que isso ocorre.

Por meio do estudo da moeda internacional, da história das crises do dólar, dos dados e das alternativas, é possível entender o funcionamento do Sistema Monetário Internacional vigente e, conseqüentemente, verificar se o dólar continua a ser a moeda internacional. Para entender se o dólar ainda é a principal divisa no cumprimento das funções, foi utilizada a obra de Conti et al. (2013) como base. Na obra, o autor define as funções internacionais da moeda e elenca dados relativos a cada função. Aqui, resolvemos atualizar alguns dos dados qualitativos trazidos por Conti et al. (2013), com base nos trabalhos, variáveis e bancos de dados, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Bank for International Settlements (BIS), trazidos pelos autores. Além disso, trouxemos algumas alternativas ao dólar que surgiram ao longo de seu processo histórico: o Renminbi, moeda da mais nova potência mundial: a China; o Bitcoin, uma das várias criptomoedas, devido às suas características

inovadoras; e as Central Bank Digital Currencies (CBDCs), que devido à relativa inércia dos EUA, se mostram como uma possibilidade de inovação dos Estados.

2 A MOEDA INTERNACIONAL

A moeda internacional é objeto de análise entre os principais estudiosos de Relações Internacionais. O sistema é composto de diversas moedas que buscam seu espaço como a mais capacitada para prover as funções da moeda e com isso estabelecer quem pode usufruir dos benefícios da senhoriagem internacional.

Como o sistema é composto por diversos atores que emitem suas próprias moedas, não há, em tese, a unificação das transações em uma única moeda. Portanto, os intercâmbios internacionais acontecem em um ambiente internacional fracionado, no qual as moedas competem por seu espaço internacional e nem todas o conseguem. Devido ao caráter competitivo, nota-se que deve existir uma hierarquia, pois deve haver um vencedor. (CONTI *et al.*, 2013)

2.1 O SISTEMA MONETÁRIO FRACIONADO E HIERARQUIZADO

Como mencionado, o SMI é fracionado e, por conta da competição entre as moedas, pode ser definido como hierarquizado. O SMI tem caráter fracionado pois é composto por diversas divisas que competem por seu espaço. De forma geral, a moeda é criada, primeiramente, com o objetivo de ser utilizada internacionalmente, no entanto, devido a fatores que serão analisados posteriormente, algumas conseguem e ocupam um maior espaço internacional. (CONTI *et al.*, 2013)

O plano internacional do uso da moeda é regido por regras que pautam o funcionamento do sistema: “os regimes cambiais vigentes, a infraestrutura concernente (sobretudo os mercados cambiais) e as instituições envolvidas” (CONTI *et al.*, 2013, p. 24).

Além disso, o sistema internacional fracionado e hierarquizado possui três objetivos básicos de funcionamento, definidos por Guillaumin e Plihon (2008, p. 3), que são: *i*) garantir as trocas e a circulação das moedas no ambiente internacional; *ii*) auxiliar no ajuste dos desequilíbrios externos, corrigindo as falhas nos balanços de pagamentos; *iii*) fornecer a liquidez necessária do sistema.

Bretton Woods estabeleceu os eixos básicos de um sistema monetário, no qual o dólar se tornou a moeda mais importante do sistema e a movimentação dos capitais não era ilimitada. Esse momento histórico será analisado mais detalhadamente no Capítulo 3.

Nota-se que foram estabelecidos fatores políticos e econômicos que tornaram uma moeda como a moeda chave, ou seja, elevou uma divisa como a principal e tornou o sistema hierarquizado. (PRATES, 2002)

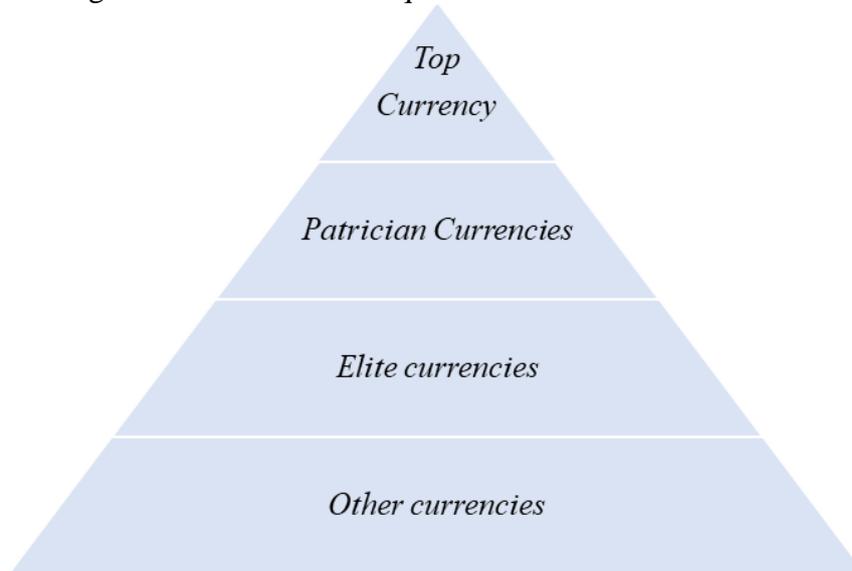
Implicitamente é possível caracterizar essa divisão hierarquizada no trabalho de Cohen (2011). O autor define a diferenciação das moedas e sua respectiva pirâmide de moedas. No topo, possuímos a *top currency*, divisa fundamental do sistema, capaz de ser geralmente aceita para qualquer tipo de função e em qualquer lugar do mundo. O dólar estadunidense é a principal divisa nesse quesito atualmente. Nem mesmo as crises do dólar foram capazes de derrubar essa divisa do topo da pirâmide, conforme será observado posteriormente. (COHEN, 2011)

A segunda categoria das divisas é denominada de *patrician currencies*. No plural, é possível perceber que na instância em que o dólar ocupa uma posição única no sistema, outras ainda assim conseguem se internacionalizar. Cohen (2011) categoriza o euro e iene como *patrician currencies*. O Renminbi ainda não possui as características de uma internacionalização fortificada e uniforme. O euro veio como a maior promessa de desenvolvimento de uma *top currency*, entretanto, algumas barreiras como a falta de um banco central capaz de providenciar políticas uniformes e um tesouro com gestão única e centralizada o tornam ainda incapaz de desafiar o dólar. (CINTRA; MARTINS, 2013)

Abaixo da *top currency* e das *patrician currencies* encontramos as *elite currencies*. Essas são identificadas como moedas capazes de se internacionalizar, no entanto, possuem escopo limitado de uso. Encontram-se aqui o franco suíço, os dólares canadenses e australianos e a libra esterlina. São mais utilizadas no espectro de mercados financeiros e movimentações com uso de colaterais. (COHEN, 2011)

Essas categorias possuem seus pontos fortes e seus pontos fracos. Tal categorização é interessante na medida em que coloca o dólar em sua posição de *top currency*, o que facilita a comparação entre as categorias, exalta os pontos fracos e negativos da moeda chave e evidencia as principais diferenças entre as métricas que serão elencadas. Não obstante, demonstra o caráter hierarquizado do Sistema Monetário Internacional, conforme a pirâmide das divisas internacionais demonstrada por Cohen (2011).

Figura 1 - Pirâmide hierárquica das moedas internacionais



Fonte: Elaboração própria, a partir de COHEN (2011).

A Figura 1 auxilia na visualização da hierarquia de moedas no Sistema Monetário Internacional Fracionado e Hierarquizado.

2.2 AS FUNÇÕES DA MOEDA: PÚBLICO E PRIVADO

Para entender como uma moeda se internacionaliza, as principais vantagens e custos desse processo e como o dólar se tornou a *top currency*, é preciso elucidar as funções da moeda em âmbito internacional. Utilizaremos a divisão estabelecida Conti et al. (2011), baseado na pirâmide de Cohen (1971). Essa divisão é estabelecida conforme as três funções clássicas da moeda: meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. No entanto, elevaremos o entendimento da moeda internacional com a subdivisão entre o seu uso privado e seu uso público.

2.2.1 Funções Privadas da Divisa Internacional

2.2.1.1 Função meio de pagamento

É a função característica de meio de troca. Normalmente se dá bilateralmente entre um país central e um país periférico, dois países centrais ou dois países periféricos. Entre os países centrais, normalmente a divisa determinante é aquela do país que exporta os bens.

(GOLDBERG; TILLE, 2005). Entre os países da periferia, acontece uma situação interessante. Como nenhum dos dois países posiciona sua moeda no Sistema Monetário Internacional, acabam por escolher uma divisa “neutra” que serve como base para o meio de pagamento, ainda que o país central provedor da divisa não esteja nem um pouco relacionado com a transação. (DE CONTI *et al.*, 2011)

2.2.1.2 Função moeda de denominação

De maneira geral, nas transações privadas a escolha da moeda de denominação segue o que acontece na função meio de troca. No entanto, percebe-se que o dólar é preponderante nas transações que envolvem mecanismos financeiros e de *commodities*, por exemplo. (DE CONTI *et al.*, 2011)

2.2.1.3 Função moeda de investimento e financiamento

Para preservar o valor de seus investimentos, os sujeitos devem procurar divisas que sejam capazes de manter o valor dos ativos no tempo. Isso pode ser feito por meio da diversificação entre as divisas, por exemplo. (DE CONTI *et al.*, 2011)

2.2.2 Funções Públicas da Divisa Internacional

2.2.2.1 Moeda de intervenção

Bancos centrais podem utilizar moedas de outros países para intervir nas taxas de câmbio. Assim, são também capazes de influenciar o nível de liquidez de uma moeda, podendo reduzir ou aumentar sua oferta, sem necessariamente adquirir renda com as operações. (DE CONTI *et al.*, 2011)

2.2.2.2 Moeda âncora

Os Estados e suas respectivas instituições monetárias podem selecionar uma moeda âncora, a qual serve como base de referência. Isso costuma ser comum em países da periferia,

pois, principalmente em momentos de turbulência econômica, tendem a possuir extrema volatilidade em suas taxas de câmbio, podendo se desvalorizar subitamente. (DE CONTI *et al.*, 2011)

2.2.2.3 Moeda reserva

Os Estados podem manter reservas cambiais, a fim de interferir no valor de suas moedas ao controlar a demanda e oferta das moedas estrangeiras. Além disso, essa função permite também manter o valor intertemporal dos ativos das autoridades monetárias. Esse aspecto será fundamental para entender a proeminência do dólar, especialmente após o estabelecimento do padrão dólar-flexível, o qual será analisado posteriormente. (DE CONTI *et al.*, 2011)

O que acontece, no entanto, é que apesar da diferenciação entre as funções públicas e privadas no âmbito macro, a moeda na prática pode cumprir diversas funções ao mesmo tempo. Uma função pode até mesmo depender de outra. Funções privadas e públicas se conversam e estão normalmente relacionadas uma à outra. Para fins de ilustração, no âmbito público uma moeda que é âncora pode estimular os agentes privados a usá-la como a moeda padrão de meio de pagamento. (BÉNASSY-QUÉRÉ; MOJON; SCHOR, 1998)

QUADRO 1 - FUNÇÕES PÚBLICAS E PRIVADAS DA MOEDA INTERNACIONAL

Função	Uso Privado	Uso Público
Meio de Pagamento	Meio de pagamento	Moeda de intervenção
Unidade de Conta	Moeda de denominação	Moeda âncora
Reserva de Valor	Moeda de investimento e financiamento	Moeda reserva

Fonte: Elaboração própria, a partir de COHEN (1971)

O Quadro 1 resume o que foi abordado no Tópico 2.2 e fornece um apoio visual às funções da moeda mencionadas.

2.3 A PRINCIPAL CONTRADIÇÃO ENTRE AS FUNÇÕES DA MOEDA

Até agora, foi possível caracterizar o Sistema Monetário Internacional como Fracionado e Hierarquizado. Em adição, foi possível entender as funções da moeda em âmbito público e

privado. Ambos os escopos analisados se interferem entre si, e um pode vir a influenciar o outro. Diante disso, um problema pode emergir.

Há uma contradição inerente entre as funções de meio de pagamento e unidade de conta com a função de reserva de valor. Manter uma moeda entesourada, ou seja, em reservas, compromete o exercício das demais atribuições. (KEYNES, 1964)

Em escala internacional, na prática, como será observado, o dólar se sobressai como a divisa mundial. Ele é meio de pagamento, unidade de conta e, contraditoriamente, reserva de valor. Na medida em que a divisa fica entesourada, é incapaz de exercer em sua plenitude as outras funções. No entanto, em um padrão de dólar flexível, justamente por ser a moeda mais utilizada nas funções veiculares e de denominação, acaba por se tornar a principal reserva de valor. (SERRANO, 2016).

Isso ocorre devido a inconversibilidade do dólar em outro ativo de igual capacidade de carregar valor para o futuro. O sistema sobrevive sob o teor de que “*one dollar is as good as one dollar*” (SERRANO, 2016, p. 251). Como será observado mais adiante, essa contradição interfere diretamente na relação do mundo monetário quando o epicentro do momento de instabilidade é o próprio dólar. Esse fator também é capaz de auxiliar no entendimento da ausência de restrição de conta corrente dos Estados Unidos, pois suas dívidas correntes são denominadas em dólar e inconversíveis em nenhum outro ativo. (SERRANO, 2016)

2.4 FATORES DETERMINANTES DO USO INTERNACIONAL DA MOEDA

Conti et al. (2011) encontraram objetos de estudo importantes para a análise dos fatores determinantes do uso internacional da moeda. Com isso, elencaram os seguintes pontos, conforme estudiosos do tema: “tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial; poder geopolítico; voluntarismo político; instituições fortes e/ou favoráveis; política econômica “responsável” e bons resultados macroeconômicos”. (DE CONTI *et al.*, 2011, p. 52)

O tamanho da economia nacional e sua integração diz respeito ao tamanho da economia que gera a divisa, sua economia de rede (interligamento internacional). Conforme maior o tamanho da economia, mais transações ocorrem, com isso mais uma moeda é capaz de circular entre os diversos Estados. (CONTI *et al.*, 2013)

O poder geopolítico tem relação direta com a capacidade dos sujeitos internacionais de influenciar os demais (CONTI *et al.*, 2013). Tem aspecto político e é estritamente ligado ao poder. Cohen (2011), argumenta que o poder monetário de um país está relacionado com sua “capacidade de ação” (COHEN, 2011, p. 17) na medida em que não necessariamente você influencie os demais sujeitos, mas os demais sujeitos sejam incapazes de influenciar você. Isso é denominado de autonomia, que focaliza primeiro na capacidade do sujeito de ser bem resolvido no escopo interno. Aliás, possuir uma boa organização interna não induz ao poder de influência no contexto do sistema monetário internacional, no entanto, é extremamente necessário em um primeiro momento. (COHEN, 2011)

O terceiro fator é o voluntarismo político, isto é, a vontade do sujeito emissor da moeda de querer internacionalizar sua moeda no SMI. Cabe ao país, portanto, criar políticas públicas em prol da disseminação da sua moeda nacional para o âmbito internacional. Ainda assim, um país pode fazer-se indiferente ou até mesmo contra o uso internacional de sua divisa interna. Os Estados Unidos são exemplares como país que procura expandir o uso do dólar na seara internacional, evidenciado por fatores históricos como a Convenção de Bretton Woods, a qual será melhor analisada no Capítulo 3. (CONTI *et al.*, 2013)

As instituições favoráveis ou fortes e bons resultados econômicos seriam as instituições que visam manter ou instituir a confiabilidade do sistema, provendo aceitação e fazendo valer as regras do sistema. (CONTI *et al.*, 2013)

A política econômica “responsável” é definida como “estabilidade macroeconômica, disciplina fiscal, política monetária transparente e crível, equilíbrio no balanço de pagamentos etc” (CONTI *et al.*, 2013, p. 73). Se as políticas econômicas mencionadas forem objeto de confiança, é provável que os demais países as adotem no espectro internacional. Nota-se que é uma variável contraditória, pois o dólar se encontra como *top currency* e sua balança comercial é deficitária e atualmente é um país devedor. (CONTI *et al.*, 2013)

Dentre os fatores analisados, os autores buscaram elucidar e verificar a veracidade e a relação de causalidade através de variáveis qualitativas e quantitativas. Logo, três aspectos se sobressaíram: *i) O tamanho e a integração da economia nacional com o resto do mundo ii) Poder Geopolítico e iii) Voluntarismo Político.* (CONTI *et al.*, 2013)

Os EUA são o país com o maior Produto Interno Bruto, com a maior Corrente de Comércio e maior Corrente Financeira, informações relacionadas ao tamanho e integração da economia nacional com o resto do mundo, dados até 2010. (CONTI *et al.*, 2013)

Estão em organizações políticas chave: G7 (Grupo dos 7), Conselho de Segurança da ONU (Organização das Nações Unidas), OTAN (Organização do Tratado do Atlântico Norte), OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) e G20 (Grupo dos 20). São o país com a maior quantidade de quotas e poder de voto no FMI. Por fim, até 2011, estão em primeiro lugar no quesito Poder Militar. Essa presença política corrobora com os aspectos do Poder Geopolítico. (CONTI *et al.*, 2013)

E, como será melhor observado no Capítulo 3, é um país que cria políticas públicas em prol da internacionalização de sua moeda. Se opuseram, ao longo do tempo, a projetos de moedas supranacionais e colocaram em prática a política do dólar forte, por exemplo. Com isso, verifica-se que o Voluntarismo Político também pode ser determinante na internacionalização da moeda.

2.5 VANTAGENS E CUSTOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO DA MOEDA

Entendida a natureza do Sistema Monetário Internacional; as funções da moeda internacional; a contradição entre as funções da moeda; e o que determina o uso internacional da moeda; é possível nos debruçarmos nas vantagens e custos de se internacionalizar. Com isso, nossa análise poderá se aprofundar na medida em que poderemos entender o que os Estados Unidos fizeram para levar o dólar à sua posição de *top currency*.

Cohen (2011) demonstra que a resposta não é meramente econômica e os pensadores de política econômica não devem ser subestimados. Com isso, elenca em sua obra vantagens e custos que podem afetar o Estado emissor da moeda chave do sistema.

Do lado das vantagens, há uma separação entre a atuação de âmbito microeconômico e macroeconômico. Na situação microeconômica temos a diminuição dos custos de transação; em âmbito macro, podemos observar os ganhos em senhoriagem internacional e flexibilidade macroeconômica. No quesito que envolve política econômica, podemos analisar o seguinte: *leverage* (que nesse trabalho será traduzido para “influência”) e reputação. A influência entendemos como *hard power* e reputação como *soft power*. Pelo lado que envolve os custos, incluímos a apreciação da moeda, uma restrição externa da política monetária doméstica e responsabilidade pelas políticas econômicas. As vantagens e custos estão organizados no Quadro 2. (COHEN, 2011)

QUADRO 2 - VANTAGENS E CUSTOS DE UMA MOEDA INTERNACIONAL

Vantagens	Custos
Custos de transação	Apreciação da moeda
Senhoriagem internacional	Restrição Externa
Flexibilidade macroeconômica	Responsabilidade pelas políticas
Influência	
Reputação	

Fonte: Elaboração própria, a partir de Cohen (2011)

2.5.1 Custos de transação

No quesito microeconômico, é possível mencionar alguns benefícios que levam o emissor a entender a internacionalização da moeda como algo a se desejar. Bancos nacionais podem gerar passivos, dívidas e empréstimos em sua moeda local com um custo menor e sem tanta burocracia em termos de taxa de câmbio. Não obstante, empresas não-financeiras nacionais podem acessar sua moeda mais facilmente, mitigando riscos de flutuação da taxa de câmbio. (COHEN, 2011)

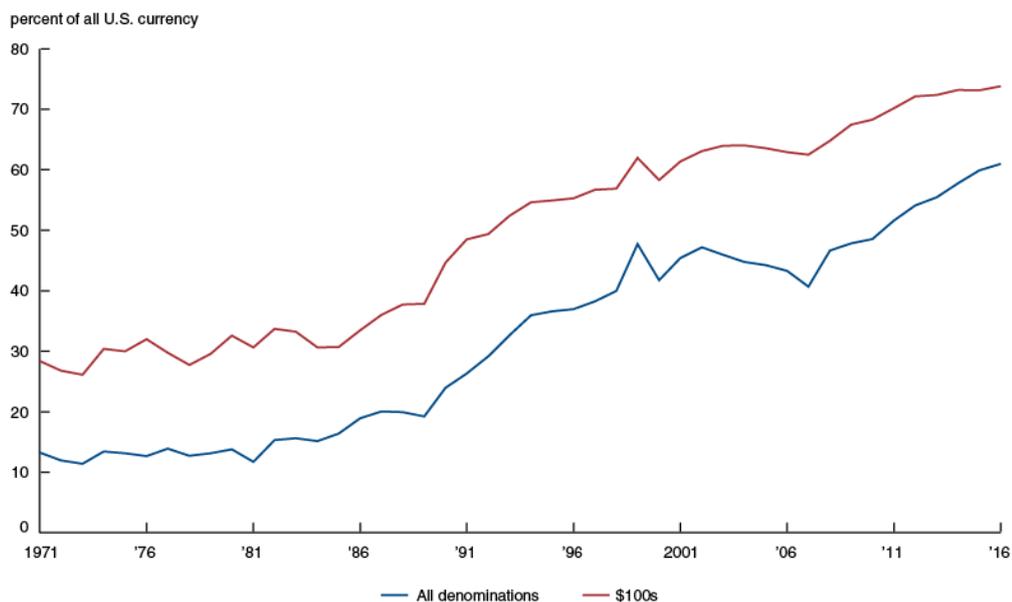
2.5.2 Senhoriagem internacional

Senhoriagem, definida como “o excesso do valor nominal de uma moeda sobre os custos de sua produção” (COHEN, 2011, p. 16) acontece quando países estrangeiros acumulam a moeda doméstica.

Isso pode ser encontrado principalmente de duas formas: o *holding* das notas em *cash* ou por meio de ativos denominados na moeda doméstica.

A acumulação do dólar em moeda física no mundo hoje encontra-se majoritariamente no exterior. Conforme o Gráfico 1, quase 60% do *greenback* encontra-se fora do território estadunidense até 2016. As notas de \$100 dólares, em 2016, encontram-se quase 70% nas mãos de estrangeiros, conforme observado no Gráfico 1. (HAASL; SCHULHOFER-WOHL; PAULSON, 2018)

Gráfico 1 - Porcentagem de dólares em moeda física no exterior



Fonte: Haasl, Schulhofer-Wohl e Paulson (2018)

A importância maior consiste na segunda forma, apresentada por meio de ativos denominados na moeda doméstica. Como apresentado anteriormente, a contradição inerente entre as funções da moeda torna o entesouramento do dólar necessário no SMI hierarquizado. O Tesouro Americano, por exemplo, é considerado pelo mundo financeiro, em sentido figurativo, como o pai de todos os mercados, na medida em que o dólar não é conversível em mais nada. Assim, esses ativos denominados na moeda chave são capazes de prover liquidez ao sistema. Nas mãos dos estrangeiros, pode vir a gerar poupança de ordem bilionária. (COHEN, 2011)

2.5.3 Flexibilidade Macroeconômica

Talvez uma das mais importantes vantagens, a flexibilidade macroeconômica diz respeito à diminuição das restrições do Estado emissor da moeda chave para realizar seus objetivos fiscais e monetários (COHEN, 2011). A *top currency* é capaz de gerar vantagens tanto politicamente quanto economicamente.

Os efeitos econômicos são evidentes. Os Estados Unidos possuem mais liberdade para alcançar o que desejam domesticamente. Conseguem incorrer em déficits de conta corrente

corriqueiramente. Seus passivos externos são em sua moeda local. E sua moeda local não é conversível em mais nada. (SERRANO, 2016)

Politicamente, os Estados Unidos são capazes de serem independentes em suas políticas econômicas. É uma diferença sutil, no entanto de suma importância. Em uma discussão de poder, são capazes de agir sem sofrer influência dos demais. Ou seja, possuem *autonomia*. Como mencionado anteriormente, a autonomia não leva necessariamente à utilização internacional da divisa doméstica, mas é necessária em um primeiro momento. (COHEN, 2011)

2.5.4 Influência

Após adquirir seu poder de ser autônoma, a moeda internacional pode vir a conquistar mais uma vantagem: a influência sobre os demais. “O dólar é usado porque ele é usado” (KRUGMAN, 1991, p. 177). Na medida em que ganha espaço, a moeda doméstica sob a mão de estrangeiros pode vir a servir como fonte de influência. (COHEN, 2011)

Essa característica tende a ser qualificada como *hard power*. Um exemplo contemporâneo do uso da influência é a Guerra da Ucrânia que eclodiu no ano de 2022. Os Estados Unidos unilateralmente proibiram transações e congelaram os ativos do Banco Central Russo (CARVAJAL; LIPTAK, 2022). Isso afetou diretamente o câmbio entre as moedas e a capacidade dos estrangeiros de manipularem seus próprios ativos. Em outras palavras, um país aliado receberá financiamentos em momentos de crise, enquanto países não aliados podem ser privados de seu acesso à moeda e seus respectivos ativos com a mesma denominação. Foi uma medida de coerção agressiva que ilustra bem o que Kirshner (1995) chamou de *enforcement*. Por outro lado temos o *entrapment* (encarceramento). Um país para fazer parte do sistema deve conter reservas da moeda chave. A China com sua reserva maciça de dólares é um bom exemplo de encarceramento. (COHEN, 2011)

2.5.5 Reputação

A reputação é a última das vantagens elencadas. Parte da adoção de uma moeda pelos agentes do SMI depende das externalidades positivas da economia de rede. Dito de outra forma, quanto mais os agentes utilizam uma determinada moeda, mais os demais agentes possuem motivos para adotá-la também. Assim, é possível reduzir a incerteza e facilitar as trocas comerciais. (DE CONTI *et al.*, 2011)

Conforme os países do SMI vão utilizando mais e mais a moeda, mais prestígio e status o país emissor tende a conseguir. Isso pode ocorrer tanto diretamente quanto indiretamente. Novamente, volta-se a premissa de que “o dólar é usado porque ele é usado” (KRUGMAN, 1991, p. 177). Reputação pode ser interpretada como uma forma de poder brando, pois diz respeito à maneira que os demais sujeitos de Relações Internacionais percebem a moeda chave (e seu emissor). (COHEN, 2011)

2.5.6 Apreciação da moeda

Adentramos agora os principais riscos no processo de internacionalização de uma moeda. Conforme uma moeda cresce em popularidade e é percebida como objeto de confiança para cumprir as funções que se esperam dela, maior tende a ser a demanda por ela. Com isso, há uma tendência à sua valorização, o que pode prejudicar suas exportações. (COHEN, 2011)

2.5.7 Restrição externa

Diante da internacionalização da moeda, o banco central pode passar a ter dificuldades em determinar a taxa de juros ideal para atingir seus objetivos domésticos. Para fazer com que os investidores estrangeiros mantenham a moeda como ativo em carteira, políticas internas podem ser deixadas de lado para atender essa demanda. (COHEN, 2011)

2.5.8 Responsabilidade pelas políticas econômicas

Dotado da moeda internacional, o Estado emissor pode se encontrar em situações nas quais deve atuar em prol da manutenção da estabilidade do sistema em momentos de crise. Pode vir a intervir também em países em momento de crise. Tudo isso implica que o país emissor tem responsabilidade em interferir em situações em que a crise não acontece no território doméstico. (COHEN, 2011)

2.6 CONCLUSÕES PRELIMINARES

Neste Capítulo 2, nos debruçamos sobre a moeda internacional. Primeiramente, definimos o caráter do sistema. Percebemos que o SMI é fracionado, dotado de diversas moedas procurando conquistar seu espaço. Com isso, foi possível definir o sistema como hierarquizado, constituído por uma pirâmide das moedas. No topo, encontram-se: a *top currency*, as *patrician currencies* e as *elite currencies*. Entender esses conceitos será de suma importância para entender o papel do dólar no SMI.

Logo depois, definimos as funções que uma moeda internacional pode assumir, partindo do tripé clássico da moeda: meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Essas funções podem aparecer em duas searas: a pública e a privada. No entanto, se inter-relacionam constantemente.

Em um mundo regido por moedas fiduciárias, uma contradição ocorre: a moeda chave capaz de ser meio de pagamento e unidade de conta em escopo internacional também se torna o principal objeto de procura para reserva de valor intertemporal. Isso será de suma importância para entender como o dólar ainda consegue se manter em seu papel de *top currency* por tanto tempo e ajudará a esclarecer o que acontece em momentos de instabilidade da moeda chave.

Por conseguinte, definimos os fatores que determinam a internacionalização da divisa. Dentre os verificados, percebemos que i) *O tamanho e a integração da economia nacional com o resto do mundo* ii) *Poder Geopolítico* e o iii) *Voluntarismo Político* são fatores determinantes na internacionalização da moeda. Os Estados Unidos se mostraram fortes nos três pontos. Isso eleva a posição do dólar internacionalmente.

Por fim, nos debruçamos sobre as vantagens e custos na internacionalização da moeda. Os Estados Unidos demonstram suas vantagens com o dólar, tanto em termos de *hard power* quanto de *soft power*.

Entendendo como funciona o sistema e a internacionalização da moeda, somos capazes de analisar os aspectos históricos que levaram o dólar ao seu patamar de *top currency*. No Capítulo 3, entenderemos como o Sistema Monetário Hierarquizado e Fracionado foi construído na prática, a partir de Bretton Woods. Assim, será possível perceber como os EUA utilizaram de seu poder geopolítico, voluntarismo político e de seu tamanho econômico para levar o sistema a ser voltado para o dólar.

3 ANÁLISE HISTÓRICA DO DÓLAR E SUAS CRISES

Após a Segunda Guerra Mundial, os países envolvidos diretamente na guerra foram destruídos. Um desses países era a Grã-Bretanha. Incapaz de se manter na posição de *hegemon*, viu também o padrão monetário da sua era de ouro se esvaír. Havia um país que tinha um dom de participar nas guerras europeias e sair com seu território intacto. Seu nome é: Estados Unidos da América.

Após o padrão ouro-libra, o mundo precisava de um novo Sistema Monetário Internacional. Esse sistema deveria prover as necessidades básicas e também auxiliar o planeta a se desenvolver após uma guerra tão devastadora. Com a libra perdendo espaço e os Estados Unidos se tornando a principal economia mundial, o dólar passou a assumir esse posto.

Não foi do dia para a noite, é evidente. Foram necessárias medidas políticas e econômicas para que isso acontecesse. Os países viram no dólar a oportunidade de encontrar uma nova ordem econômica internacional que fosse capaz de fornecer liquidez para o crescimento econômico mundial, de confiança e capaz de auxiliar no ajustamento sem deflação das balanças de pagamento. (BELLUZZO, 1995)

A partir daí, o dólar passou a tomar espaço como a nova moeda chave do sistema. Os EUA tomaram medidas para compartilhar o dólar no exterior, tinham tamanho econômico gigantesco e geopoliticamente emergiram como a nação do globo. Esses fatores, conforme visto no Capítulo 2, são determinantes para internacionalização da moeda.

Entretanto, a história do dólar não é somente um mar de rosas. Crises tanto políticas quanto econômicas afetaram a moeda chave. Dúvidas foram colocadas em cima dos EUA. Analisaremos as três que elencamos como as principais após o Acordo de Bretton Woods: O Choque Nixon; o Choque Volcker e a política do dólar forte; e a Crise de 2008.

Para chegar até o Choque Nixon, é necessário entender seus antecedentes. Com isso, iniciaremos nossa análise no Acordo de Bretton Woods.

3.1 BRETTON WOODS

A ordem de Bretton Woods estabeleceu a nova Ordem Monetária Mundial a partir de 1944. Com a ascensão dos Estados Unidos em caráter militar, econômico e financeiro, essa nação passou a desempenhar o papel de principal potência monetária do sistema. Dentre o que

foi estabelecido, é possível mencionar os cinco pilares da nova ordem. Cintra e Martins (2013) os identificam: *i)* As taxas de câmbio fixas; *ii)* O ouro como principal ativo de reserva; *iii)* A conversibilidade entre as divisas; *iv)* Possibilidade de ajustes de mecanismos de ajustamento caso houvessem desequilíbrios estruturais, intermediado pelo FMI; *v)* A criação da instituição denominada Fundo Monetário Internacional e do Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento (BIRD). O primeiro ficou responsável por reforçar as regras e também prover auxílios como mencionado. O segundo foi primeiramente criado para auxiliar na reconstrução dos países envolvidos na Segunda Guerra Mundial. (BELLUZZO, 1995)

Como nessa convenção o ouro foi selecionado como a reserva internacional, os EUA, que possuíam dois terços das reservas de ouro, ganharam a legitimidade de conseguir fazer a conversão entre o dólar e ouro em grandes quantias. Com isso, o dólar passou a ser moeda chave na conversão entre as moedas e a reserva de valor (o ouro). Por conta de diversos fatores, os demais países passaram a entesourar dólar ao invés de ouro, o que legitimou o dólar como moeda chave. (BELLUZZO, 1995)

Apesar do ouro ser considerado o principal ativo de reserva, Serrano (2016) identificou, diferentemente de Triffin (1961), que a moeda internacional chave, ou seja, o dólar, era na verdade a base monetária (e não o ouro).

3.1.1 O padrão ouro-dólar

No início do período em que esse padrão se estabelece, os EUA encontram-se em uma posição muito vantajosa. Tornam-se oficialmente credores do mundo. Investem e financiam a longo prazo os países que se envolveram na guerra e tomam empréstimos a curto prazo. Assim, são capazes de possuir saldo positivo comercialmente e em conta corrente. (SERRANO, 2016)

O ouro, em tese, deveria servir como âncora para barrar o crescimento da base monetária global. Com o ouro escasso, a oferta monetária deveria expandir até certo limite ou isso viria a prejudicar o funcionamento do sistema. Os Estados Unidos passaram a posição de líder no Sistema Internacional, mas essa posição junto às políticas praticadas pelo *hegemon* começaram a enfraquecer o padrão ouro-dólar, como será identificado por Triffin. (CINTRA; MARTINS, 2013)

Ao subir ao pedestal econômico, os EUA tomaram liberdade para reagir às propostas de rearranjo do sistema internacional monetário de 1944. O *bancor*, por exemplo, proposta formulada por Keynes (1964), tinha como objetivo estabelecer uma moeda internacional

supranacional. Em vista disso, seria criado a *Clearing Union*, o banco central dos bancos centrais. Os EUA evidentemente foram contra essa proposta, e criticaram de forma veemente o estabelecimento desse padrão. (BELLUZZO, 1995)

Foram contrários à ideia de moeda supranacional pois se elevavam como a principal potência do sistema internacional. Era de seu interesse posicionar o dólar como a moeda chave do SMI. Era do interesse dos EUA possuir a principal divisa internacional e controlá-la, através de seu banco central nacional.

Os Estados Unidos passaram a utilizar o dólar para financiar seus objetivos na Guerra Fria. Assim, aumentaram a capacidade do *welfare state* e financiaram a corrida espacial e militar durante esse período. Logo, aumentaram a base monetária do dólar em relação ao ouro, o que gerou contradições.

Esses dólares em excesso possuíam geralmente quatro caminhos para seguir. Eram exportados através de Investimento Externo Direto, principalmente através das multinacionais. Em segundo lugar, iam para o centro financeiro estadunidense, em especial para os títulos de dívida do tesouro. Podiam também aumentar os depósitos no circuito euro-dólar. Por fim, tomavam o caminho da esperada transformação do dólar em ouro. (CINTRA; MARTINS, 2013)

Uma das características elencadas no Capítulo 2 é destacada por Belluzzo (1995), a senhoriagem. Segundo ele, seus benefícios eram ramificados em:

- a) objetivos estratégicos: os americanos suportaram a maior parte dos custos da aliança militar formalizado no tratado do Atlântico Norte e puderam fazê-lo em grande medida, graças à condição de emissores da moeda reserva internacional;
- b) objetivos econômicos: a *seignorage* permitiu a expansão da indústria americana e de seu estilo tecnológico (o fordismo), sobretudo através do investimento direto;
- c) objetivos financeiros: a posição de “banqueiro internacional” dos Estados Unidos concedeu um enorme espaço para o crescimento dos bancos americanos.

Não só os bancos americanos expandiram por conta do dólar. Bancos estrangeiros viram seus depósitos de dólar ampliarem. Logo, foram estimulados a fazer empréstimos denominados em dólar.

3.1.2 O circuito euro-dólar

Como visto, um dos principais benefícios da senhoriação era a expansão dos bancos americanos e com isso a disseminação do uso do dólar. Como agora o dólar era a base monetária principal, o mundo se viu diante de uma crescente demanda por dólares.

Assim, surgiu o circuito euro-dólar. Eurodólares são depósitos denominados em dólares em bancos fora dos Estados Unidos. Em suma, são obrigações de curto prazo de bancos estrangeiros para pagar dólares e são obrigações localizadas fora do território estadunidense. (FRIEDMAN, 1971)

Os primeiros depósitos surgiram logo após o término da Segunda Guerra Mundial, com os russos desejando parte de seu balanço em dólares, mas sem acesso a ele. Logo, queriam recorrentes em dólar sem se sujeitar ao controle dos EUA. (FRIEDMAN, 1971)

A localização é um fator importante, pois determina qual regulação o banco que emite essa obrigação está sujeito. Isso implica que as diferentes regulações criavam diferenças de *spread* referentes às taxas de juros e a porcentagem considerada sadia para o bom funcionamento dos bancos. Conforme a mudança na instituição, os eurodólares eram melhor remunerados ou não. Passou a ser mais interessante e mais remunerado depositar dólares no exterior. (FRIEDMAN, 1971)

A disseminação dos eurodólares foi em grande parte desorganizada e fugiu do controle dos bancos centrais. Dessa forma, o crédito expandiu rapidamente e menos exigente ficava a análise de crédito. A remuneração do risco era alta e desprovida de reservas fracionais saudáveis. Conforme mais e mais agentes se endividavam, menos se preocupavam com as taxas cobradas para a rolagem da dívida. (BELLUZZO, 1995)

Ao expandir a base monetária de forma desregulada, dúvidas sobre o papel do dólar no sistema começaram a surgir. Se a moeda chave cresce como base monetária e a quantidade de ouro permanece intacta, o lastro pode ser prejudicado. E como o sistema era baseado em um câmbio fixo, isso se tornava ainda mais verdade. (SERRANO, 2016)

3.1.3 O Dilema de Triffin

No Capítulo 2, abordamos as funções clássicas da moeda e fizemos a distinção entre o âmbito público e privado de atuação. Vimos também que, apesar da distinção, as funções se inter-relacionam entre si. Com isso, surge uma contradição, já que a função reserva de valor se sobrepõe às demais e isso gera um conflito.

Triffin (1961) reconheceu tal situação no sistema de Bretton Woods. O dólar após a Segunda Guerra Mundial ficou implicitamente escolhido como o meio de prover liquidez para uma nova era de crescimento e expansão do comércio. No entanto, era incapaz de fazê-lo justamente por conta da contradição entre a função de meio de movimentação e meio de reserva. A situação ficou ainda mais agravada porque o dólar era lastreado em ouro. (CINTRA; MARTINS, 2013)

Logo, havia um dilema a se levar em consideração. Segundo Triffin (1961), o sistema só funcionaria se os EUA aumentassem a base monetária do dólar na mesma medida em que adquirissem reservas em ouro. Se optassem por crescer dessa maneira, o crescimento global e a demanda internacional por dólares seria prejudicada. Por outro lado, se expandissem a base monetária para além das reservas em ouro, a paridade entre os dois ativos entraria em cheque e a conversibilidade do dólar em ouro arruinada.

Na verdade, para Serrano (2016), a base monetária já era o dólar e desde o início os EUA tinham capacidade de expandir seu balanço de pagamentos e de investir e financiar o comércio exterior. Nesse caso, o Dilema de Triffin não ocorre, pois o ouro não troca de mãos. Somente se os EUA incorressem em déficits no saldo de conta corrente a reserva em ouro ficaria comprometida. (SERRANO, 2016)

E foi isso que ocorreu.

3.2 O CHOQUE NIXON

Em 1971, o Presidente dos Estados Unidos Richard Nixon disse as seguintes palavras: *“I have directed Secretary Connally to suspend temporarily the convertibility of the dollar into gold or other reserve assets, except in amounts and conditions determined to be in the interest of monetary stability and in the best interests of the United States”*¹ (NIXON, 1971). Essas palavras determinaram um novo momento monetário. A suspensão temporária da conversibilidade do dólar em ouro passou, futuramente, a não ser mais temporária.

Para resolver o problema da balança de pagamentos estadunidense, o aumento da oferta monetária através do circuito euro-dólar, continuar a realizar gastos públicos nas suas políticas

¹ “Eu direcionei o Secretário Connally a suspender temporariamente a conversão do dólar em ouro e outros ativos de reserva, com exceção em quantias e condições consideradas no interesse da estabilidade monetária e no melhor interesse dos Estados Unidos”. Tradução feita pelo autor.

e manter a paridade com o ouro, muito se discutiu em prol da criação de uma moeda internacional supranacional. Essas propostas foram vetadas de forma veemente pelos EUA, que se encontravam com sua balança de pagamentos irrestrita. (SERRANO, 2016)

Conforme o dólar expandia sua base, o valor do ouro aumentava em relação ao dólar. O dólar estava a desvalorizar e havia a possibilidade dos países iniciarem movimentos de troca do dólar pelo ouro. A França percebeu isso e fazia pressões para uma mudança no arranjo internacional. (SERRANO, 2016)

Os EUA, representados por Richard Nixon, entraram em um novo dilema. Serrano (2016) define esse momento como o “Dilema de Nixon”: “o governo americano queria, ao mesmo tempo, desvalorizar o dólar e não comprometer o papel do dólar como moeda internacional” (SERRANO, 2016, p. 249). Fazia sentido para os EUA desvalorizar o dólar pois isso permitia com que expandissem as suas políticas internas, sejam elas sociais ou militares. Além disso, suas exportações teriam maior competitividade. (SERRANO, 2016)

Com isso, decretaram a inconvertibilidade do dólar em ouro. Decretaram isso quando o saldo na conta corrente dos EUA passou a ser negativo. Isso levaria o ouro a trocar de mãos ou até a queda do dólar como moeda chave. Em um primeiro momento, a função de meio de pagamento do dólar preponderou às custas de sua função de meio de acesso ao que se considerava a reserva universal. (CINTRA; MARTINS, 2013)

Com o decreto unilateral dos EUA em não mais converter dólares em ouro, surge um novo momento monetário. Agora, o dólar passa a ter uma taxa de câmbio flutuante em relação às demais moedas.

É claro que essa decisão levou o sistema a um momento conturbado, principalmente devido ao término brusco e unilateral da ordem de Bretton Woods. O mundo passava por um momento de ampla liquidez, pautado no desenvolvimento do circuito euro-dólar e também por uma grande demanda efetiva. (SERRANO, 2016)

Em um primeiro momento, os EUA não alteraram suas taxas de juros e a mantiveram baixa. Isso gerou um processo especulativo contra a moeda, pois a hegemonia estadunidense passou a ser questionada. Em adição, houveram ataques especulativos às *commodities*, afinal iniciou-se um processo de tentativa de reformulação dos preços para o novo padrão. Os choques do petróleo são prova desse rearranjo inflacionário que atingiu os maiores países do sistema. (SERRANO, 2016)

Em suma, é possível analisar, sob enfoque da moeda chave, o Choque Nixon como um calote estadunidense do que era considerado sob a Convenção de Bretton Woods o principal

ativo de reserva (o ouro). Os países poderiam ter iniciado movimentos em prol da retomada da utilização do ouro para atuar como a principal moeda veicular. No entanto, isso não aconteceu. O sistema estava tão intrincado com o dólar que ele permaneceu no seu posto de moeda chave.

Como apresentado, muitas dúvidas surgiram em relação ao papel do dólar como *top currency*. O que aconteceu, porém, é que todas as formas de substituição do dólar foram frustradas. O *bancor* não foi aplicado. As Special Drawing Rights (SDRs) do Fundo Monetário Internacional também não. O ouro não retomou seu posto de ativo de reserva principal.

O mundo estava tão economicamente e politicamente intrincado aos EUA que se tornou incapaz de reagir com uma mudança estrutural efetiva. Novamente, pode-se retornar ao conceito apresentado no Capítulo 2, referente às externalidades positivas das economias em rede. Quanto mais os agentes utilizam uma determinada moeda, mais os demais agentes possuem motivos para adotá-la também, tornando o sistema cada vez mais dependente dessa divisa.

A era da inflação e as especulações contra o dólar tomaram conta. O posto de *hegemon* dos EUA passou a ser questionado. Era a hora dos EUA retomarem as rédeas do sistema internacional.

3.3 A POLÍTICA DO DÓLAR FORTE E A ESCALADA DOS JUROS DA DÉCADA DE 80

Algo deveria ser feito para que os EUA retomassem a confiança internacional e recolocassem o dólar na posição de *top currency*. Os benefícios de senhoriagem eram evidentes e manter-se na posição de *hegemon* fazia parte do voluntarismo político (conceito apresentado no Capítulo 2) estadunidense.

Da mesma forma que Nixon bloqueou a conversibilidade do dólar em ouro bruscamente, uma medida de mesmo patamar deveria ser tomada.

Até o final da década de 70, há autores que, apesar da guerra fria e do mundo bipolar, não consideravam a hegemonia estadunidense tão evidente. O Japão e a Alemanha se recuperaram fortemente da Segunda Guerra Mundial e já alcançavam posições centrais. Além disso, o sistema bancário privado parecia aquém das regulações do Federal Reserve Board (FED). Com isso, bastava aos Estados Unidos buscarem reafirmar sua posição como país hegemônico. (TAVARES, 1985)

3.3.1 O Choque Volcker

Volcker, então presidente do FED, após a reunião com o FMI em 1979, voltou para os EUA e declarou que era contrário ao que fora discutido. Os países queriam manter uma política de dólar desvalorizado e queriam implementar um novo sistema monetário global. (TAVARES, 1985)

Paul Volcker, então, constatou que ia manter o dólar como a moeda chave do sistema. Para fazê-lo, no entanto, Volcker teve que subir os juros americanos a taxas nunca antes vistas. Isso significou a quebra de multinacionais e até bancos mundo afora. O mundo entrou em uma recessão mundial por mais de três anos e a própria eleição do Presidente Carter ficou prejudicada. (TAVARES, 1985)

Com a decisão do FED seguiram-se crises da dívida externa de diversos países em desenvolvimento. A América Latina foi atingida fortemente. Os EUA, com o dólar supervalorizado, viram sua posição ir de credora para devedora. O Tesouro Americano passou a ganhar mais importância, pois passou a ser o colateral para os bancos credores e compensou os ativos mais de risco. Os Estados Unidos começaram a se financiar com sua dívida pública oferecendo tesouro de curto e longo prazo. Afinal, a diferença do custo de oportunidade entre investir no país central detentor da moeda chave ou nos países latino-americanos com sua dívida externa desvalorizada aumentou muito. (CINTRA; MARTINS, 2013)

3.3.2 O padrão dólar flexível e a política do dólar forte

Com o choque Volcker percebeu-se como o mundo estava extremamente dependente do dólar.

A recessão mundial gerada pelo aumento dos juros americanos auxiliou a diminuir a inflação e frear o aumento dos preços das *commodities*. Vagarosamente, os EUA retomaram sua posição como o controlador do sistema monetário internacional. Assim, surge um novo padrão monetário agora consolidado, o padrão dólar flexível. (SERRANO, 2016)

Agora o dólar continua a ser a base monetária, no entanto, fica livre das restrições antes feitas pelo ouro. (SERRANO, 2016)

Nesse novo padrão, os EUA incorrem em déficits na balança de pagamentos e conseguem se financiar com os ativos de dívida em sua própria moeda. O FED toma as rédeas

da economia global pois a flutuação livre torna o dólar capaz de manipular sua paridade com as demais moedas através da alteração das taxas de juros internas. (SERRANO, 2016)

Com a ausência de lastro em ouro, a premissa agora é de que “*one dollar is as good as one dollar*” (SERRANO, 2016, p. 251). O dólar passa a exercer as três funções da moeda em sua plenitude: é meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor.

Internamente, o dólar se valorizar ou se desvalorizar pouco afeta a maneira como a economia se ajusta. Os EUA se tornam menos competitivos quando o dólar se valoriza, mas não possuem restrição na balança de pagamentos e nem na conta corrente. Por outro lado, se o dólar se desvalorizar, não haverá um efeito inflacionário acelerado pela taxa de câmbio, pois o dólar é a principal moeda utilizada nos pagamentos mundo afora. (SERRANO, 2016)

Paralelamente, nos demais países que não possuem o dólar como a moeda principal, ou seja, o resto do mundo, esses efeitos são mais abrangentes. Se o dólar se valoriza, os países tendem a importar mais inflação via bens importados. O custo de produção geral aumenta. E, se o dólar se desvaloriza, os países perdem competitividade real no exterior, afetando a restrição externa. As exportações dos países ficam mais “caras” no exterior, pois o dólar perdeu poder de compra perante a moeda país exportador. O país que não possui o dólar sofre internamente pois agora o mercado interno tem que competir com produtos importados relativamente mais baratos. E sofre externamente, pois as suas exportações tendem a diminuir devido à perda de competitividade. (SERRANO, 2016)

A política do dólar forte trouxe essas características à tona e estabeleceu o dólar como *top currency*. Os Estados Unidos estabeleceram uma combinação de políticas econômicas considerada irreverente na época. Fez uma política monetária restritiva, apertando o juros e aumentou o déficit fiscal. Apesar da contradição, os EUA desafiaram tanto militarmente quanto economicamente os demais países. (TAVARES, 1985)

Os empréstimos do circuito eurodólar diminuíram e a liquidez passou a ser menos acessível, principalmente para países na busca do desenvolvimento. Após a crise do México, o capital passou a ser transferido de locais mais arriscados para as grandes praças financeiras. Isso ocorreu pois o movimento unilateral de alta de juros por parte dos EUA pressionou as dívidas externas dos países e investir nesses Estados passou a ser arriscado. O crédito migrou para os EUA e o FED assumiu o controle do sistema bancário. E não apenas ficaram à mercê do câmbio e da taxa de juros. Para participar do novo sistema era necessário financiar,

obrigatoriamente, o déficit fiscal americano. Com isso, o sistema financeiro passou a procurar o ativo mais valiosos do mercado, os títulos de dívida americanos. (TAVARES, 1985)

Como possui a moeda de reserva e a moeda de troca internacional, os Estados Unidos conseguem simplesmente rolar a dívida sem restrições. A dívida pública se tornou a maneira de voltar os fluxos financeiros para os EUA e retirá-los de países em ascensão, como o Japão e a Alemanha. (TAVARES, 1985)

A maioria dos países se sujeitaram, na década de 80, a políticas monetárias restritivas e superávits na balança comercial. Isso prejudica suas perspectivas de crescimento interno e seus déficits tornam-se parte estrutural da economia, o que dificulta perspectivas de um retorno econômico. (TAVARES, 1985)

Os Estados Unidos, através de uma recessão, são capazes de manipular todos os demais países à sua vontade (TAVARES, 1985). Retomando o conceito de autonomia (COHEN, 2011), a possuem em seu sentido amplo: politicamente e economicamente são capazes de se movimentar, não são influenciados pelo exterior e são capazes de reger todo um sistema monetário voltado para si.

Apesar do aumento do déficit fiscal, os EUA foram capazes de diminuir os custos internos e melhorar os termos de troca. Com sua dívida pública são capazes de canalizar poupança real para dentro do território americano. Assim, sem se empenhar o mínimo em termos de investimentos e poupança, conseguem adquirir os equipamentos de última geração e renovar todo o aparato tecnológico de forma corriqueira. (TAVARES, 1985)

Ainda segundo Tavares (1985):

Com os seus enormes déficits comerciais e a retomada do crescimento, garantem a solidariedade dos seus sócios exportadores, sobretudo Japão e Alemanha. Com as suas altas taxas de juros reais, garantem a solidariedade dos banqueiros. E, com as *joint-ventures* dentro dos EUA, garantem sua posição de avanço para o futuro; além de ajudar a recuperar sua economia nacional.

Os EUA são capazes de captar crédito de curto prazo, ampliar sua dívida externa e seu déficit fiscal e ainda assim não colher a inflação inerente a esse tipo de política devido a sua moeda sobrevalorizada. (TAVARES, 1985)

Quando o FED cria novos títulos de dívida, é como se ele soubesse que esses títulos serão utilizados *right away* em estruturas financeiras e serão demandados pelos agentes. Quando o fazem, há uma transferência de poupança real para os Estados Unidos, que não financia unicamente a dívida americana, mas os investidores e consumidores desse país também. (TAVARES, 1985)

Entre o período de Bretton Woods até a década de 70, os EUA emprestavam a longo prazo e tomavam a curto, atuando como o *banco central do mundo* (SERRANO, 2016). Isso ocorreu pois eram os maiores credores do mundo, auxiliando na reconstrução da Europa e do Japão. Agora, passaram a alterar a estrutura da dívida para o curto prazo. O mercado relevante a partir desse momento passa a ser o de dinheiro, mercados *overnight* e o *open market* americano. Os EUA são capazes de alterar sua conduta monetária sem sofrer pressões em sua taxa de juros ou com inflação. (TAVARES, 1985)

Sem o ouro para restringir externamente a balança de pagamentos, os EUA podem incorrer em déficits crescentes sem se preocuparem com o déficit em conta corrente. Afinal, o dólar é o principal ativo de reserva e não é conversível em mais nada. As obrigações tomadas pelos EUA denominadas em dólar não são conversíveis em mais nada, portanto, rolam a dívida constantemente. (SERRANO, 2016)

Diante dessa retomada da posição de moeda chave do dólar, os títulos americanos passaram a tomar conta dos portfólios mundo afora. Afinal, esses ativos são considerados os mais nobres e seguros. Títulos de países mais arriscados foram cada vez mais substituídos por títulos estadunidenses. (BELLUZZO, 1995)

Os Estados Unidos são capazes de fornecer liquidez e a demanda internacional por dólares para o mundo através do déficit crônico de sua balança de pagamentos. Isso ocorre pois se situam no padrão dólar flexível, na qual a saída do sistema é a moeda emitida pelo maior devedor do mundo.

O ouro foi desmonetizado e o dólar assumiu esse posto apesar de ser uma moeda aparentemente frágil e com déficits recorrentes na conta corrente. (SERRANO, 2016)

3.4 A CRISE DE 2008

Na década de 80 estabeleceu-se a diplomacia do dólar. Muito se passou até a próxima crise que abalou o sistema monetário internacional.

O rearranjo financeiro passou por diversas mudanças. Estruturas financeiras mais complexas surgiram. Boa parte dessas estruturas possuíam uma porcentagem de títulos mais valiosos, pautado pelos títulos do tesouro dos EUA.

A próxima crise que será analisada tem o dólar como seu epicentro. Foi uma crise financeira que ocorreu dentro do sistema financeiro dos EUA. Para muitos, que até previram a

eclosão do momento de turbulência, foi uma crise que ainda não eclodiu por completo. É vista não como o fim, mas como a abertura (SCHIFF, 2012). Vamos entender o que a antecedeu, o que aconteceu e quais as consequências para o dólar como moeda chave do sistema.

3.4.1 Antecedentes

Os EUA chegaram a crescer na década de 90, mas não em ritmos como os verificados nas duas primeiras décadas após o término da Segunda Guerra Mundial. Com Reagan, o principal país mundial teve pouco aumento significativo nos investimentos, momento em que o dólar estava supervalorizado. Verificou-se uma melhora em termos de Produto Interno Bruto (PIB), mas foi puxado pelo consumo. Os estadunidenses utilizaram do mecanismo do crédito para realizar essa expansão. (BELLUZZO, 2008)

O mercado acionário na década de 90 teve uma supervalorização. As famílias se endividam cada vez mais no mercado para utilizar das ações como suas, ou seja, como patrimônio e conseqüentemente reserva de valor. Posteriormente, esse capital seria alocado para o mercado imobiliário. (BELLUZZO, 2008)

O mercado imobiliário estadunidense passou por alta valorização, principalmente por conta das taxas de juros relativamente baixas, do estímulo ao crédito, das Government Sponsored Enterprises (GSEs), e das agências de *rating*. (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008)

3.4.2 A Crise

A crise foi extremamente complexa. Há autores que defendem que ela é na verdade uma abertura para uma crise maior (SCHIFF, 2012). No entanto, alguns pontos emergem para auxiliar a explicar a crise: as taxas de juros relativamente baixas, o estímulo ao crédito, as GSEs, e as agências de *rating*.

As taxas de juros relativamente baixas tornavam o acesso ao crédito mais barato. Com os EUA perdendo seu posto de principal credor internacional nos anos 70, seu principal privilégio era possuir o dólar, expandindo sua balança de pagamentos sem limite e sendo financiado pelos investidores financeiros internacionais. (SERRANO, 2016)

O mercado imobiliário dos EUA chegou a triplicar entre 1997 e 2006 (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008). Um dos fatores que explica isso é o desenvolvimento do

mercado hipotecário e sua respectiva financeirização, adotando um setor antes considerado de alto risco (e que ainda era), o *subprime*.

Esse mercado ficou intrincado com as agências de *rating*, que classificaram essas classes de ativo como *triple A* (AAA), ou seja, ativos considerados como os mais valiosos e comparados aos títulos do tesouro americano como os ativos mais seguros do mundo. Suas taxas de juros eram interessantes e os ativos eram utilizados para formar parte nas estruturas financeiras, tornando o sistema altamente imbricado.

As GSEs também tiveram partido nessa história. A Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e a Federal Home Loan Mortgage Company (Freddie Mac) eram agências governamentais que compravam hipotecas de quem criava esses empréstimos. Isso abre o mercado imobiliário de uma maneira nunca vista. Um banco para realizar um empréstimo deve conter parcelas de reservas fracionárias para ser financeiramente viável realizar um empréstimo considerado arriscado. Além disso, deve possuir uma parcela de ativos que ajudem a manter o banco em atuação caso dê errado. No entanto, com o surgimento de Fannie Mae e Freddie Mac o banco pode simplesmente criar novas hipotecas e vendê-las para essas agências. Assim, o banco tem novamente seu dinheiro de volta e consegue emprestá-lo mais uma vez. (SCHIFF, 2012)

Fannie Mae e Freddie Mac alimentavam assim o “*american dream*”. Tinham margens que eram imbatíveis pelo mercado. Como eram subsidiadas pelo governo, possuíam uma percepção livre de riscos no mundo dos negócios. E apesar de não garantirem os *subprimes*, eram seus principais compradores no mercado secundário. (SCHIFF, 2012)

Por fim, pode-se mencionar o Community Reinvestment Act (CRA), criado em 1977. Esse ato faz com que os reguladores federais pressionem os bancos a realizarem empréstimos para pessoas com baixa renda, o que pode ter estimulado o desenvolvimento do mercado de crédito ao *subprime*. (SCHIFF, 2012)

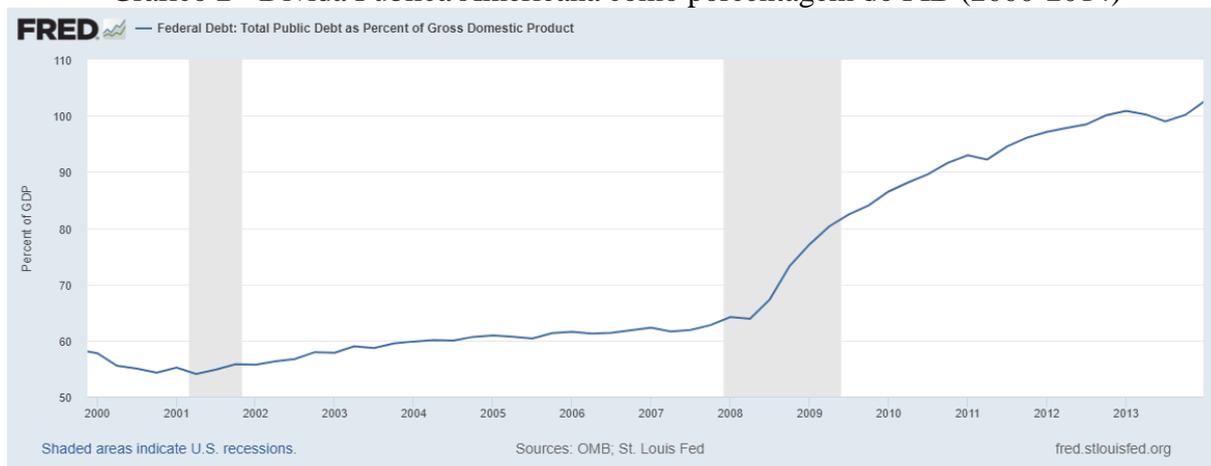
3.4.3 A saída

Os EUA utilizaram de elementos de recuperação utilizados pelo Japão a uma década atrás. Fizeram os famosos *bailouts* de bancos americanos pois eram (ou seja, os salvaram), em sentido conotativo, “grandes demais para quebrar”. Iniciaram o processo de interferência nos agregados de crédito, e colocaram em prática o afrouxamento monetário (*quantitative easing*),

processo que cria reservas bancárias para os bancos junto ao FED. Isso em tese deveria estimular o crédito, desinchar a balança patrimonial do banco e interferir nos ciclos econômicos.

A dívida americana sobre o PIB aumentou absurdamente após a Crise de 2008.

Gráfico 2 - Dívida Pública Americana como porcentagem do PIB (2000-2014)



Fonte: FRED (2022)

Mais questionamentos rondavam o posto do dólar como a moeda central do sistema. Mesmo assim, com toda a desconfiança, veremos que ainda os atores recorrem ao dólar mesmo quando o dólar é o epicentro da crise. A estrutura baseada no dólar flexível é poderosa e ao mesmo tempo contraditória, como foi observado.

A emissão de novos *greenbacks* (dólares) não é ilimitada. A balança de pagamentos pode expandir seus déficits conforme demonstrado por Serrano (2016). No entanto, agora surge o que Elson (2021, p. 124) denomina como o “novo Dilema de Triffin”.

Esse “novo Dilema de Triffin” é diferente do antigo. Antigamente, o dólar era lastreado em ouro. O lastro agora é a confiança dos agentes sobre a capacidade de que os EUA serão capazes de pagar suas dívidas e remanejar o fardo de sua dívida pública. Esse novo dilema ganhou maior notoriedade devido à relativa estagnação da economia estadunidense comparado a países emergentes como a China. (ELSON, 2021)

3.5 CONCLUSÕES PRELIMINARES

O Capítulo 3 visou esclarecer os os acontecimentos históricos que mais abalaram a estabilidade do dólar, a moeda chave do sistema. Foi de extrema importância para o trabalho

pois nos auxiliou a visualizar as alterações no arranjo do Sistema Monetário Internacional Hierarquizado e Fracionado.

Como foi possível perceber, os EUA utilizaram de meios de inserimento da moeda no SMI descritas no Capítulo 2: fatores geopolíticos, voluntarismo político e tamanho econômico.

Ainda assim, esse sistema, como observado, não é estático e está constantemente sujeito às mudanças de arranjo. Os EUA demonstraram ao longo do tempo que apesar das crises são capazes de controlar as variáveis políticas e econômicas do SMI.

A primeira, o Choque Nixon, derivou do término do sistema de Bretton Woods, o qual já era contraditório desde o início de seu estabelecimento, segundo Triffin (1961). O circuito eurodólar, a contradição entre as funções da moeda e a desmonetização do ouro foram fatores que possibilitaram Nixon agir dessa maneira.

Apesar do dólar ser considerado já a moeda principal do sistema por Serrano (2016), a sua posição não era permanente. Os EUA tiveram que colocar o mundo ao seus pés ao forçar uma crise mundial que durou por mais de três anos. A segunda crise analisada, o Choque Volcker, trouxe a política do dólar forte e demonstrou como o sistema de pagamentos e de financiamento mundial estavam dependentes do dólar. Foi dessa maneira que o FED estabeleceu o mais novo arranjo do SMI, o padrão dólar flexível. Esse padrão foi responsável por manter o dólar como a moeda veicular e de reserva. Com isso, os títulos do tesouro americano tornaram-se os ativos mais seguros do mundo.

O arranjo continuou dessa maneira até o advento da Crise de 2008. Essa crise foi repleta de irregularidades, foi fruto de crédito barato, das GSEs, da securitização, das agências de *rating*, do mercado imobiliário, dentre outros fatores. O FED atuou prevenindo que a crise se alastrasse, apesar de ter sido também causador do momento de instabilidade. A Crise foi além do mercado imobiliário, passou a ser também do dólar e da posição central dos EUA. Vale ressaltar que há diversas explicações para as causas da crise. Decidimos por focar nos pontos relevantes para o entendimento do tema em que nos propomos a analisar.

O lastro do dólar que antigamente era o ouro, hoje é a confiança dos agentes na capacidade dos EUA e no dólar.

A história do dólar, exemplificada pelos seus principais momentos de turbulência, nos ajuda a entender como a estrutura da moeda chave foi criada e se mantém. Por isso foi tão importante entender as funções da moeda e sua contradição intrínseca.

Mas o dólar continua a ser a moeda chave do sistema apesar das crises? Há alternativas ao dólar? É isso que vamos analisar no Capítulo 4.

4 A HEGEMONIA DO DÓLAR E AS ALTERNATIVAS À MOEDA CHAVE

As crises abalaram o mundo e a maneira de enxergar tanto a *top currency* quanto o país emissor da moeda chave. O Capítulo 3 foi de suma importância para entendermos onde estamos agora e como o padrão dólar flexível se comporta.

Adentramos as vantagens de internacionalizar a moeda. Os EUA obtiveram menores custos de transação, a senhoriagem internacional, maior flexibilidade macroeconômica, são capazes de exercer mais influência sobre os demais países e possuem reputação internacional. Conseguiram atingir esses objetivos pois possuíam uma economia nacional de tamanho expressivo, poder geopolítico e voluntarismo político de elevar o dólar a um patamar internacional.

Historicamente, os EUA foram capazes de zelar pela manutenção da posição da *top currency*, usando de seus poderes políticos e econômicos para tomar atitudes unilaterais que corroboraram com isso. No Choque Nixon, demonstraram o quão conectada estava a economia com o dólar. No Choque Volcker, estabeleceram a posição central do dólar. A Crise de 2008, no entanto, demonstrou que existem fragilidades no sistema. Assim, surgiram alternativas ao dólar. Assim, voltou-se a falar em alternativas ao dólar como moeda central no sistema monetário internacional. Os países que disputam a posição hegemônica entendem o poder que é possuir a *top currency* e também começaram políticas para diminuir o uso do dólar.

Mas hoje, o dólar continua como a principal moeda do sistema?

Para responder essa questão, utilizaremos os textos de Conti et al. (2013) e de Frenkel e Martins (2013). Tomaremos variáveis antes utilizadas por esses autores e iremos atualizá-las.

4.1 FUNÇÃO MEIO DE PAGAMENTO

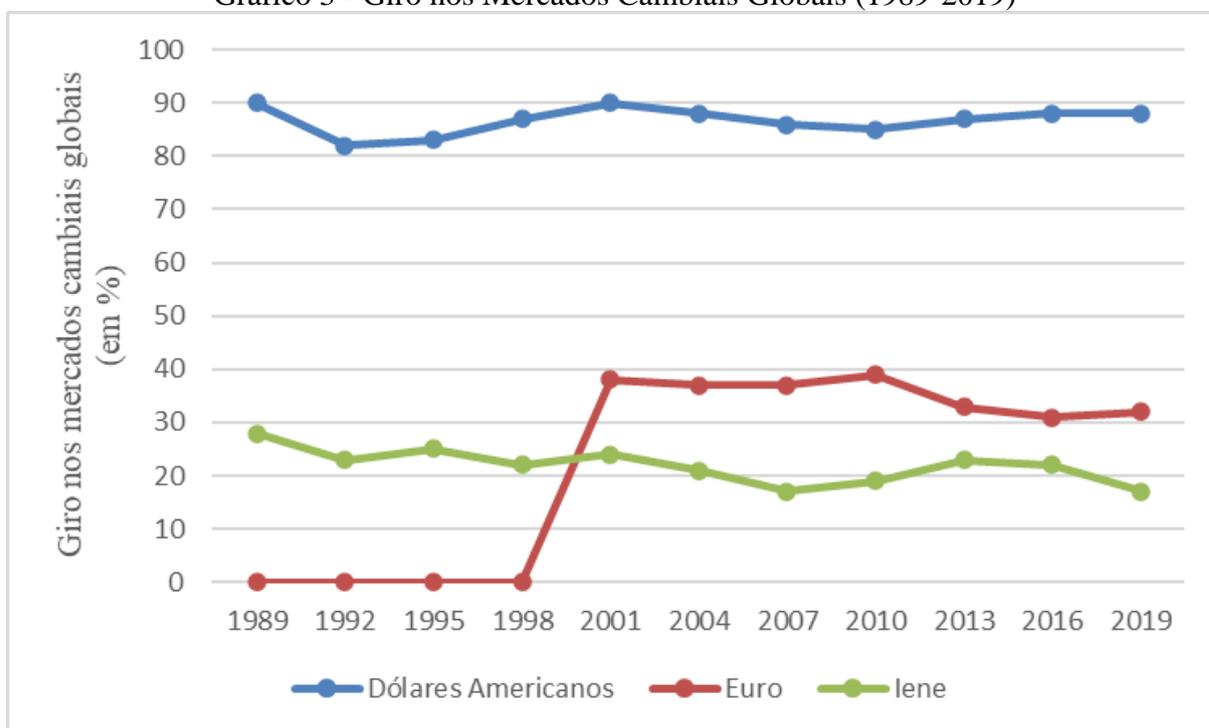
4.1.1 Público

Como será visto no tópico 4.2, o dólar desempenha o papel de principal moeda de âncora no mundo atual. Os Bancos Centrais intervêm nos mercados cambiais por meio da compra e venda de dólares. (CONTI *et al.*, 2013)

4.1.2 Privado

A primeira função privada que iremos avaliar é a de meio de pagamento. Possui o dólar ainda a capacidade de ser a principal *moeda veicular*? O Gráfico 3 pode nos auxiliar a entender isso. Ao verificar o giro nos mercados cambiais globais, somos capazes de entender a posição da *top currency* nas transações internacionais. Foram selecionadas uma moeda *top currency*, uma *patrician currency* e uma *elite currency*. A soma das porcentagens é igual a 200%, pois cada ponta do giro possui duas moedas envolvidas. As demais moedas demonstraram porcentagens de participação bem abaixo das selecionadas.

Gráfico 3 - Giro nos Mercados Cambiais Globais (1989-2019)



Fonte: Elaboração própria, a partir de BIS (1989-2019)

Essa métrica é importante, pois nos auxilia a entender que o dólar é a principal moeda veicular nas transações internacionais, tanto financeiramente quanto comercialmente. A moeda estadunidense não tem sua participação em uma das pontas cambiais abaixo de 80% no período analisado (1989-2019). Isso demonstra que o dólar é a principal moeda utilizada nos pagamentos internacionais e como meio veicular. Assim, o dólar adquire papel intermediário em uma transação que envolve outras duas moedas. Em outras palavras, o dólar viabiliza a operação ainda que a recepção e o pagamento não seja feito nessa moeda. (CONTI *et al.*, 2013)

Por outro lado, vale destacar o papel do euro no giro dos mercados cambiais. Em 2001, logo após a sua criação, passou a ter uma participação em praticamente 40% do giro cambial médio.

O Renminbi, moeda cotada da China para substituir o dólar como moeda hegemônica devido à expansão chinesa, teve números desprezíveis de participação. Em 2010, por exemplo, esse número esteve em cerca de 0,3%.

Pode-se verificar uma tendência de menor utilização do dólar entre os anos de 2001 a 2010. No entanto, a partir de 2013 o dólar volta a retomar patamares de participação no giro próximo de 2001. Isso ocorre no mesmo período em que o euro perde espaço no giro cambial médio.

4.2 FUNÇÃO UNIDADE DE CONTA

4.2.1 Público

Uma ótima métrica para analisar a Função Unidade de Conta, é a porcentagem de países que utilizam o dólar como a principal moeda de referência. Como visto no Capítulo 2, a função pública da unidade de conta está relacionada à sua capacidade de ser a moeda âncora, utilizada como base de referência.

Goldberg (2019) identificou que o dólar continua a ser a principal moeda âncora do sistema monetário internacional. O número dos países ancorados no dólar fica em torno de 65%. E esses países são responsáveis por aproximadamente 75% da economia mundial.

Vale destacar que Goldberg (2010) analisou esse mesmo dado em 2010. Nesse caso, verificou-se que aproximadamente 50% dos países tinham o dólar como âncora. Ou seja, verificou-se um acréscimo na utilização da *top currency* na ordem de 30% entre 2010 e 2019.

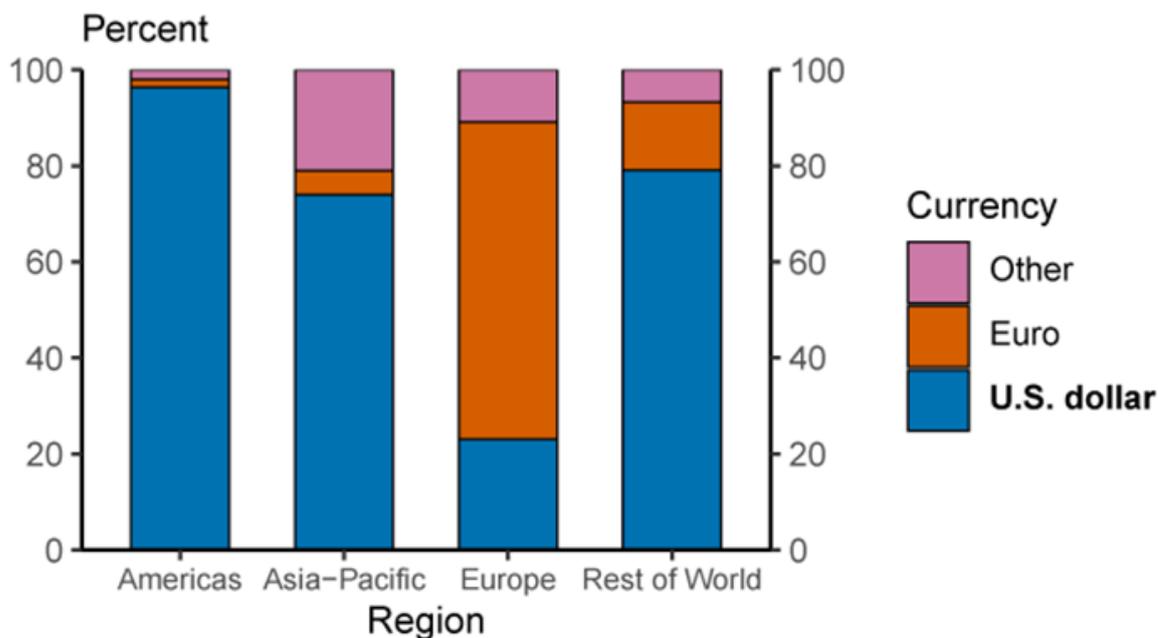
Em suma, conclui-se que o dólar ainda é a principal moeda âncora do sistema monetário internacional e sua participação vem aumentando ainda mais nos últimos anos.

4.2.2 Privado

Verificar-se-á se o dólar também é a principal moeda de denominação. Assim, no Gráfico 4, trouxemos a participação das moedas nas emissões de *invoices* nas exportações.

Assim, a partir dos fluxos de exportações mundiais e das faturas comerciais, é possível determinar o papel do dólar na participação global como moeda de denominação.

Gráfico 4 - Participação nas faturas comerciais de exportação, por moeda



Fonte: Bertaut, Von Beschwitz e Curcuru (2021)

Aqui novamente o dólar demonstra sua posição de moeda chave do sistema monetário internacional. Tirando a Europa, as demais regiões no Gráfico 4 demonstram que o dólar é a principal moeda utilizada nas exportações e nas emissões das faturas comerciais. Nas Américas chega a praticamente 100% das participações. Na Ásia, onde se localizam duas das maiores economias mundiais, China e Japão, o dólar representa quase 80% das faturas comerciais.

A Europa possui o euro como sua moeda chave regional. Ainda assim, o dólar se faz presente, estando envolvido em mais de 20% das emissões.

Conclui-se que o dólar continua sendo a principal moeda de denominação do SMI.

4.3 FUNÇÃO RESERVA DE VALOR

4.3.1 Público

Como variável pública, selecionamos a composição das reservas internacionais, por moeda. Assim, foram selecionados os anos referentes à uma recessão. No período de 1999-

2001 eclodiu a bolha da internet. Em 2007-2009 foi o período de antes e depois da crise de 2008. Os dados são do primeiro quarto de cada ano. Os dados se encontram na Tabela 1.

Tabela 1 - Composição das reservas internacionais, em porcentagem, por moeda (1998-2009, anos selecionados)

Moeda/Ano	1999	2000	2001	2007	2008	2009
Dólares	71,19	71,46	72,31	65,05	62,94	65,18
Euro	18,12	17,50	17,71	25,07	26,55	25,82
Iene	6,03	6,34	5,51	3,14	3,37	2,79
Libra esterlina	2,74	2,92	2,78	4,59	4,81	3,96
Franco Suíço	0,29	0,26	0,27	0,17	0,15	0,14
Outras moedas	1,62	1,52	1,42	1,98	2,20	2,12
Reservas não-identificadas	22,82	22,60	21,98	37,07	39,47	43,03

Fonte: Elaboração própria, a partir de IMF (1998-2009)

Como observado, o dólar ainda se sobrepõe às demais moedas em termos quantitativos. Em 1999 a 2001, a composição das reservas eram mais de 70% compostas por ativos denominados em dólar. Com o passar dos anos, uma *patrician currency* começou a ganhar espaço no SMI, o euro. O estoque das reservas em euro foi de 18% para quase 26% em 10 anos, um acréscimo de mais de 40%. O dólar, em 10 anos, perdeu espaço nas reservas internacionais, somando um decréscimo de 9%.

O que é interessante, no entanto, na Tabela 1, são os anos subsequentes à eclosão de um momento de instabilidade. Em 2000, estourou a bolha da internet. No ano subsequente, 2001, houve um aumento na quantidade de reservas internacionais em dólar. O mesmo ocorreu em 2008. Nas décadas anteriores à eclosão da crise financeira global, a quantidade de reservas denominadas em dólares vinha em tendência de queda. No entanto, em 2009, verificou-se um aumento na quantidade de reservas denominadas em dólares. Além disso, verificou-se um decréscimo nas reservas denominadas em euro.

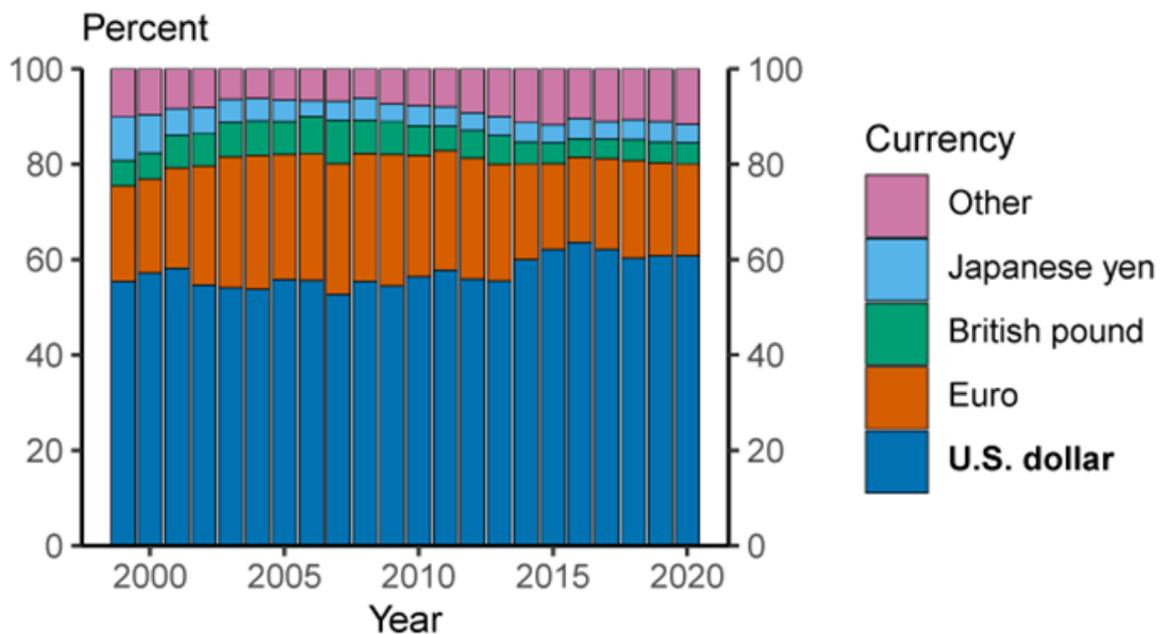
Dá para concluir, por meio dessa tabela, de que os agentes em um momento de instabilidade fogem *para* o dólar, apesar do epicentro da crise ser exatamente o dólar e seu país emissor.

4.3.2 Privado

Dando seguimento ao trabalho de Conti et al. (2013), vamos analisar a função moeda de investimento e financiamento, ou seja, a função privada de reserva de valor da divisa internacional (ver Capítulo 2).

Para isso, vamos atualizar os dados dos ativos e passivos bancários no exterior por moeda, tendo por base os gráficos retirados das notas do FED, trabalho realizado por Bertaut, Von Beschwitz e Curcuru (2021).

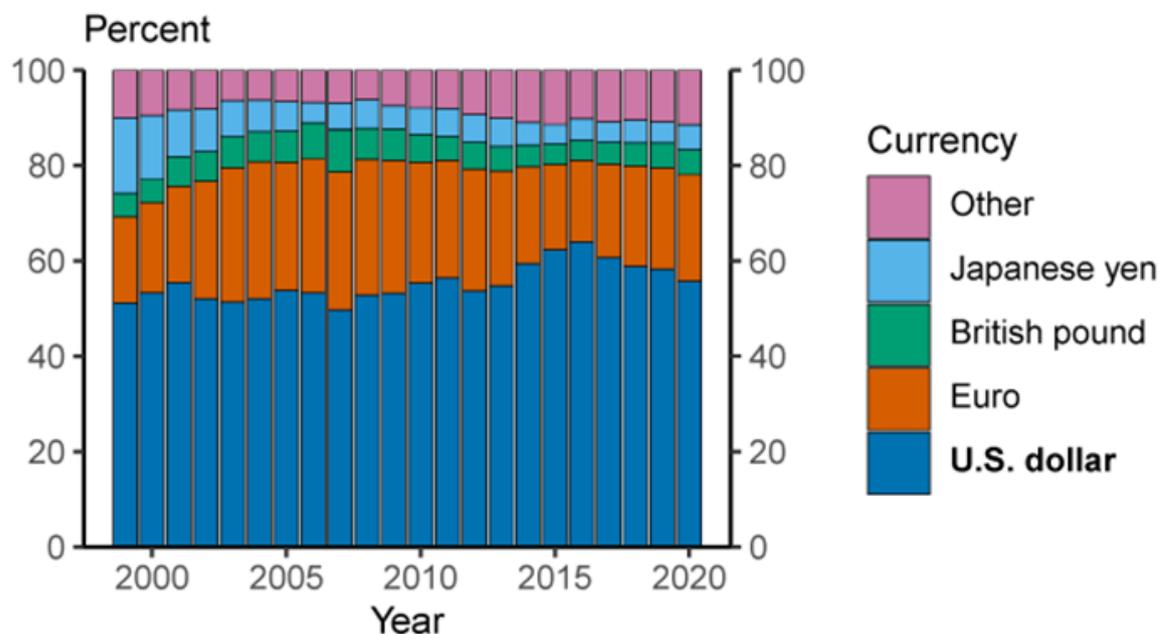
Gráfico 5 - Participação das moedas internacionais na composição dos ativos bancários



Fonte: Bertaut, Von Beschwitz e Curcuru (2021)

Pelo lado dos passivos, vemos que a moeda que se sobressai, mesmo após 2008, ainda é o dólar. E a *top currency* o faz de modo bem expressivo, possuindo participação que gira em torno de 60% em 2020. É interessante reparar que em meados de 2010 e 2011 houve um leve aumento na participação do dólar nas denominações, apesar da Crise de 2008. O euro (a *patrician currency*) vem em segundo lugar, mas fica ainda bem abaixo nas denominações, que giram em torno de 20%.

Gráfico 6 - Participação das moedas internacionais na composição dos passivos bancários



Fonte: Bertaut, Von Beschwitz e Curcuru (2021)

No caso dos passivos, também o dólar se sobrepõe de forma expressiva às demais moedas. Em 2015, a moeda atingiu o pico nas denominações. No entanto, a partir daí, vê-se uma queda na participação do dólar nos passivos bancários mundiais. Ainda assim, pode-se afirmar que mais da metade dos passivos bancários ainda são em dólar.

O euro também vem em segundo lugar nas participações. Nota-se a queda do Iene como moeda de denominação dos passivos bancários mundiais.

Em suma, pode-se afirmar que os ativos e passivos bancários denominados em dólar ainda são expressivamente dominantes. Além disso, apesar da crise imobiliária e outros momentos de instabilidade, as taxas de denominações se mantiveram constantes ao longo de 20 anos, ficando em torno de 50% a 60%.

4.4 AS ALTERNATIVAS AO DÓLAR

O dólar, apesar de sua posição ainda hegemônica, passou por questionamentos durante a sua trajetória. Esses questionamentos partem dos Estados, dos indivíduos, das empresas, das Organizações Internacionais e dos demais sujeitos do Sistema Monetário Internacional. Os

questionamentos envolvem tanto o papel do dólar como *top currency*, quanto o papel do *greenback* como meio de manutenção da hegemonia estadunidense sobre o sistema monetário.

Com isso, alternativas ao dólar aparecem, seja como meio de desafiar o dólar politicamente e economicamente ou horizontalizar a criação de moeda como um sistema baseado na emissão de moedas por Estados.

4.4.1 O Bitcoin

As criptomoedas foram uma resposta direta às crises do dólar. O Bitcoin, a mais famosa dentre as criptomoedas, criado em 2008 por um programador anônimo denominado Satoshi Nakamoto, foi criado no contexto da crise financeira global. (ULRICH, 2014)

Vale ressaltar que o que chama a atenção nas criptomoedas é a inovação baseada no *blockchain* (cadeia de blocos). A capacidade de realizar transações na ausência de um intermediário, mais a capacidade de que o livro-razão seja em código aberto, possibilita que os agentes verifiquem as transações de forma descentralizada e a todo momento. Os registros no protocolo são universais e únicos. As criptomoedas chamam atenção por conta dessa nova tecnologia. (ULRICH, 2014)

Conceitualmente, “o Bitcoin é uma moeda digital peer-to-peer (par a par ou, simplesmente, de ponto a ponto), de código aberto, que não depende de uma autoridade central” (ULRICH, 2014, p. 17)

O surgimento do Bitcoin nesse momento da história não é por acaso. O sistema monetário de 2008 permitiu o FED a resgatar (até por meio da nacionalização) bancos e instituições financeiras; implementar *liquidity swaps* entre os bancos centrais; diminuir ainda mais a taxa de juros já baixa; monetizar a dívida; e comprar enormes quantidades de ativos hipotecários e financeiros, através do mecanismo de *quantitative easing*. Esse mecanismo de *quantitative easing* reinflou ativos, gerou uma guerra cambial e potencialmente gerou uma nova bolha. (ULRICH, 2014)

A criação do Bitcoin um mês após a queda do Lehman Brothers pode ser vista, coincidentemente ou não, como uma resposta a esse sistema monetário hierarquizado e uma tentativa de solução contra as manipulações de órgãos governamentais e bancos cúmplices. (ULRICH, 2014)

4.4.2 *Central Bank Digital Currencies (CBDCs)*

É claro que os bancos centrais não ficariam de fora desse movimento de digitalização das moedas internacionais. As CBDCs vêm na contramão das criptomoedas, apesar de possuírem características similares. Ambas são digitais. Ambas podem funcionar na ausência de um intermediário financeiro. No entanto, as criptomoedas privadas, apesar das regulações são descentralizadas em sua emissão e as CBDCs são públicas e centralizadas.

Há vários benefícios em possuir uma CBDC. Pode-se diminuir o uso do pagamento em moeda física, facilitando os pagamentos; promover inclusão financeira para locais de difícil acesso a serviços financeiros; pode ser uma maneira de estimular a internacionalização da moeda (o que a China particularmente vem implementando); maneira de promover eficiência e segurança de pagamentos entre fronteiras; redução de custos transacionais; e aumentar a remuneração dos depósitos à vista dos bancos para estimular a retenção dos depósitos nos bancos. (ELSON, 2021)

A implementação de uma CBDC pode vir a substituir uma das funcionalidades do banco que é ser o intermediário financeiro, caso haja uma conta direta do indivíduo com o banco central. Por isso, o Banco Central da China e o Banco Central da Suécia adotaram o modelo híbrido de CBDCs. As moedas digitais dos bancos centrais seriam uma reclamação ao direito de possuir a moeda e a emissão está a cargo do banco central, mas a distribuição e o uso pelas empresas e pelos indivíduos nos pagamentos é gerenciado por empresas privadas e bancos comerciais. (ELSON, 2021)

O maior perigo das CBDCs é a facilidade que o Banco Central tem de intervir na economia em momentos de turbulência ou períodos eleitorais (onde políticas populistas costumam surgir). As CBDCs, principalmente se uma conta pessoal junto ao Banco Central existir, permite transferências de dinheiro diretamente na conta dos indivíduos ou instituições. Essas transferências estimulantes são denominadas de *helicopter money*. (ELSON, 2021)

Curiosamente, o FED é um dos bancos centrais que mais é lento na discussão das CBDCs. Muita dúvida ainda circunda os emissores da moeda chave, até porque a popularidade do dólar no exterior continua alta, como foi visto. O desafio é manter o dólar como *top currency* ao mesmo tempo em que se pode digitalizar os pagamentos. O FED criou o programa FEDNow, mecanismo de realização de pagamentos entre empresas e indivíduos que deve ficar pronto

entre 2023 e 2024. Só agora em 2021 que o FED anunciou que irá gerar um artigo de discussão sobre um possível dólar digital. (ELSON, 2021)

4.4.3 O Renminbi

A China, principalmente a partir de 2008, vem atuando como promotora de sua moeda no contexto internacional: o Renmimbi. Um de seus reconhecimentos foi sua inclusão como uma das cinco moedas de composição do SDR do FMI, em 2016. (ELSON, 2021)

Entretanto, ao fazer uma análise tendo como base as funções da moeda internacional, o Renmimbi demonstra suas fragilidades perante o dólar. A moeda chinesa, até 2013, não era utilizada por nenhum país como moeda âncora. Nos giros dos mercados cambiais, foi responsável por apenas 1.1% dos giros em Abril de 2013, comparado a mais de 43% do dólar. Na emissão de *invoices*, o renmimbi internamente é responsável por 11% das trocas comerciais, diferentemente do Japão em que mais de 40% das exportações possuíram faturas comerciais denominadas em iene. (BOWLES; WANG, 2013)

Esforços estão sendo feitos para a digitalização do Renminbi. Desde 2014, o Banco Central da China já vem demonstrando interesse na área de CBDCs. Nesse ano foi montada uma comitativa com especialistas na área para avaliar questões regulatórias e técnicas para a implementação de uma moeda digital. Em 2017, foi montado um instituto próprio de pesquisa, o Digital Currency Research Institute. Recentemente, em 2020, a China lança seu projeto piloto para testar a sua moeda digital, tornando-se o primeiro país a fazê-lo. (KNOERICH, 2021)

O lançamento da primeira CBDC pela China tem finalidade política e econômica. Demonstra o objetivo do Governo Chinês em inovar e estimular a internacionalização de sua moeda. Sendo a segunda maior economia e o maior exportador do mundo, a China busca por meio desse movimento atingir o dólar. (KNOERICH, 2021)

A inovação por parte da China traz diversos benefícios para o Estado e para a população. O projeto de CBDC possui o nome de Digital Currency/Electronic Payments (DCEP). O país é detentor do marco de ser o país com mais adeptos de pagamentos eletrônicos, mais de 80% da população. (KNOERICH, 2021)

E a China utiliza do Renminbi e de seu poder econômico para posicionar a sua moeda no Sistema Monetário Internacional. Em 2007, a China criou o seu mercado de títulos fora de seu território, expandindo a emissão de seus títulos para outras áreas do globo. Criou também

mais de 30 linhas de *swap* (trocas), mais que o dobro do que possui nos EUA. (KNOERICH, 2021)

O Renmimbi, no entanto, enfrenta muitos desafios para se internacionalizar, ainda que seja o primeiro a se digitalizar. Sua participação nos pagamentos globais, atividade no mercado de câmbio e reservas estrangeiras ainda se encontram bem abaixo dos 5%. (KNOERICH, 2021).

4.5 CONCLUSÕES PRELIMINARES

Diante do Capítulo 4, analisamos se o dólar ainda é a principal moeda chave do sistema monetário internacional. Para isso, tomamos como base a divisão das funções clássicas da moeda evidenciados por Conti et al. (2013), atualizamos alguns dados e tomamos outras métricas de análise também.

É possível concluir, em todas as funções analisadas, que o dólar ainda é a principal moeda do sistema monetário internacional.

Ainda assim, o dólar apesar de ser o centro monetário mundial, passou por momentos de turbulência ao decorrer de sua história. Com isso, surgiram alternativas ao dólar. Nas CBDCs, o dólar ainda é capaz de aderir ao movimento, apesar de não parecer uma política que o FED e os EUA parecem seguir. No entanto, as criptomoedas e o Renmimbi Digital vêm como resposta ao dólar como a principal moeda internacional. Diante dos dados, entretanto, o dólar ainda se mantém como a moeda chave do SMI.

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou entender se existe um Sistema Monetário Hierarquizado baseado no dólar. Para chegar ao resultado, foram apresentadas as características do sistema e os fatores históricos que levaram o dólar a ser a *top currency*. No Capítulo 3, demos foco aos momentos de instabilidade do dólar e as principais mudanças no arranjo monetário internacional. Além disso, buscou-se abranger como uma moeda se internacionaliza e as funções públicas e privadas da moeda internacional. Tendo em vista as funções da moeda internacional, fomos capazes de averiguar que o dólar continua sendo a principal moeda do Sistema Monetário Internacional.

O tema é atual e diz respeito ao arranjo monetário internacional em que nos encontramos. A partir do Choque Volcker e da consolidação do dólar flexível, como observado, o *greenback* se tornou o principal meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, apesar da contradição intrínseca das funções da moeda. Assim, o trabalho encontra sua relevância ao verificar o dólar como *top currency*, pois assim seremos capazes de propor mudanças ao regime monetário vigente, que beneficia os Estados Unidos como o Estado emissor.

A maneira com que buscamos verificar o Sistema Monetário Fracionado e Hierarquizado foi através da análise histórica e da manutenção da utilização do dólar em suas funções clássicas da moeda em âmbito internacional.

Por meio da análise histórica, verificou-se que os Estados Unidos após a Segunda Guerra Mundial atuaram como propagadores da utilização do dólar no SMI. O fez ao negar a discussão que induzia a criação de uma moeda internacional e defender um sistema baseado na paridade ouro-dólar. Assim, o dólar passou a ser moeda chave na conversão entre as moedas e o que se dizia a reserva de valor, o ouro. O Choque Nixon terminou com a paridade ouro-dólar e fez com que o sistema agora se baseasse em taxas de câmbio flutuantes. O Choque Volcker e a política do dólar forte demonstraram como o SMI estava dependente do dólar. Com isso, os EUA remanejaram o dólar para o topo da hierarquia monetária mundial. O padrão dólar flexível emergiu e o dólar passou a ser a *top currency* por cumprir as três funções clássicas da moeda em sua plenitude. Por fim, a Crise de 2008, apesar de ter o dólar como o epicentro da crise e possuir impactos catastróficos, foi incapaz de induzir uma mudança significativa no arranjo monetário internacional. Assim, viu-se que o SMI hierarquizado foi sendo construído após

Bretton Woods, por meio de tomadas de decisões políticas e econômicas por vezes unilaterais dos EUA.

No Capítulo 4, nos debruçamos sobre as funções clássicas da moeda. Assim, buscamos verificar se o dólar ainda é a principal moeda chave do sistema monetário internacional hierarquizado condicionado pelos fatores históricos. Na função *meio de pagamento*, verificamos que o dólar ainda é a principal divisa de intervenção e moeda veicular. No mercado cambial global, desde 1989 o dólar está em pelo menos mais de 80% dos giros cambiais. Se apresenta como a dívida predominante na função intermediária, na qual o dólar serve como viabilizador da transação, ainda que a recepção e o pagamento não seja feito nessa moeda. Na função *unidade de conta*, verificamos que o *greenback* ainda é a principal moeda âncora, sendo considerado como tal em mais de 65% dos países. É também a moeda de denominação mundial, chegando a quase 100% nas Américas. Apenas a Europa possui o euro com a maior participação nas emissões de faturas comerciais. Por último, na função *reserva de valor* da mesma forma demonstrou sua superioridade como moeda reserva e moeda de investimento e financiamento. Como moeda reserva, é responsável por mais de 65% das reservas internacionais até 2009. Em momentos de instabilidade, pode-se perceber corridas para a moeda reserva. E como moeda de investimento e financiamento, o dólar possui a maior participação nos ativos e passivos bancários.

Diante do apresentado, ecoando a pergunta apresentada na introdução *Continua o dólar a ser a moeda internacional hegemônica em um Sistema Monetário Internacional Hierarquizado?*, conclui-se que o dólar continua a ser a principal moeda internacional hegemônica em um Sistema Monetário Internacional Hierarquizado.

REFERÊNCIAS

- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados Globalizados**. Economia e Sociedade, n. 4. Campinas: 1995.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; MOJON, B.; SCHOR, A-D. **The international role of the euro**. Paris, 1998. (Document de travail CEPII, n. 98-03).
- BERTAUT, Carol; VON BESCHWITZ, Bastian; CURCURU, Stephanie. **The International Role of the US Dollar**. 2021.
- Bank for International Settlements. **BIS Statistics Explorer**. Disponível em: <https://stats.bis.org/statx/toc/LBS.html>. Acesso em: 15 jun. 2022.
- BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Analisando a crise do subprime**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008.
- BOWLES, Paul; WANG, Baotai. **Renminbi internationalization: a journey to where?**. Development and Change, v. 44, n. 6, p. 1363-1385, 2013.
- CARVAJAL, Nikki; LIPTAK, Kevin. **EUA proíbem transações com Banco Central da Rússia e congelam ativos da instituição**. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/eua-proibem-transacoes-com-banco-central-da-russia-e-congelam-ativos-da-instituicao/>. Acesso em: 08 jun. 2022.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves. O Papel do Dólar e do Renminbi no Sistema Monetário Internacional. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves (org.). **As Transformações no Sistema Monetário Internacional**. Brasília: Ipea, 2013.
- COHEN, B. J. **The future of sterling as an international currency**. London: Macmillan, 1971.
- COHEN, Benjamin. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. **Open Economies Review**. Berlim, p. 13-31. out. 2011.
- CONTI, Bruno Martarello de *et al.* O Sistema Monetário e seu Caráter Hierarquizado. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves. **As Transformações no Sistema Monetário Internacional**. Brasília: Ipea, 2013. p. 1-389.
- DE CONTI, Bruno Martarello et al. Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. **Phd diss, State University of Campinas and Centre d'Économie de l'Université Paris-Nord-Université Paris**, v. 13, 2011.
- ELSON, Anthony. **The Global Currency Power of The US Dollar: problems and prospects**. Gewerbestrasse: Palgrave Macmillan, 2021.

Federal Reserve Economic Data. **Federal Debt: Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product**. Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEGDQ188S>. Acesso em: 15 jun. 2022.

FRENKEL, Roberto. Lições de uma Análise Comparativa das Crises Financeiras. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves (org.). **As Transformações no Sistema Monetário Internacional**. Brasília: Ipea, 2013.

FRIEDMAN, Milton. The Euro-Dollar Market: Some First Principles. **Federal Reserve Bank Of St. Louis**. St. Louis, p. 16-24. jul. 1971.

GOLDBERG, Linda S. Is the international role of the dollar changing?. **Current Issues in Economics and Finance**, v. 16, n. 1, 2010.

GOLDBERG, Linda S. et al. **The US Dollar's Global Roles: Where Do Things Stand?**. Federal Reserve Bank of New York, 2019.

GOLDBERG, L. S.; TILLE, C. **Vehicle currency in international trade**. 2005. (NBER Working Paper Series, n. 11.127). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11127>>.

GUILLAUMIN, G.; PLIHON, D. Les monnaies dans la mondialisation. In: SUR, S. *et al.* **Questions internationales: mondialisation et crises financières**, nov.-déc. 2008. 2008. n. 34.

HAASL, Thomas; SCHULHOFER-WOHL, Sam; PAULSON, Anna. **Understanding the Demand for Currency at Home and Abroad**. 2018. Disponível em: <https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2018/396>. Acesso em: 21 jun. 2022.

International Monetary Fund. **IMF Data**. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Data>. Acesso em: 15 jun. 2022.

KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money**. 14. ed. London: MacMillan, [1936] 1964.

KIRSHNER, Jonathan. **Currency and Coercion: the political economy of international monetary power**. Princeton: Princeton University Press, 1995.

KNOERICH, Jan. China's new digital currency: Implications for renminbi internationalization and the US Dollar. **The (Near) Future of Central Bank Digital Currencies**, p. 145-166, 2021.

KRUGMAN, P. **The International role of the Dollar: theory and prospects**. In: CURRENCY and crises. MIT Press, 1991.

NIXON, Richard. **Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: "The Challenge of Peace."** Disponível em: <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/address-the-nation-outlining-new-economic-policy-the-challenge-peace>. Acesso em: 24 maio 2022.

PRATES, D. M. **Crises financeiras nos países “emergentes”**: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP, Campinas, 2002.

SERRANO, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 11, n. 2, p. 237–253, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643081>. Acesso em: 25 maio. 2022.

SCHIFF, Peter. **The Real Crash**: how to save yourself and your country. New York: St. Martin's Press, 2012.

TAVARES, Maria da Conceição. **A retomada da hegemonia norte-americana**. Revista de Economia Política, v.5, n.2, p 5-15. [s.1]: 1985.

TRIFFIN, Robert. Gold and the Dollar Crisis. The Future of Convertibility. **The Economic Journal**. London, p. 142-144. mar. 1961.

ULRICH, Fernando. **Bitcoin**: a moeda na era digital. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2014.