O PREDOMÍNIO DO DÓLAR ESTÁ AMEAÇADO?

Luiz Afonso Simoens da Silva

Introdução

O título desta nota remete a matéria publicada recentemente. Só difere na adição de um ponto de interrogação. O jornalista Alex Ribeiro entrevistou André Lara Resende (ALR) para o Valor Econômico (24.10.25: C3), o economista que também escreveu dias depois "A Fada da Dívida" para o suplemento EU& do mesmo jornal (31.10.25: 3). Mais adiante, ele deu uma palestra na PUC, acerca de Moeda, Direito e Política.

ALR é um dos mais gabaritados críticos da condução da política monetária brasileira. Ele goza de um merecido prestígio acumulado ao longo de sua carreira, em que se destacou nas discussões que levaram à edição do Plano Real de 1994, ao lado de Pérsio Arida. Por isso, a heterodoxia que ele defende deveria ser levada muito a sério e servir de farol para os passos necessários a adoção de políticas desenvolvimentistas.

Não parece ser o caso. A Grande Imprensa, parte relevante da Academia e economistas ligados ao mercado financeiro reservam para ele uma espécie de "silêncio respeitoso", seja por estarem com suas ideias comprometidas com uma ortodoxia estéril, seja por serem meros representantes de interesses econômicos dissociados dos interesses do País.

Dias depois, Luiz Gonzaga Belluzzo e Manfred Back publicaram "A Fábula da Dívida Pública" (Valor Econômico, 04.11.25: A17) retomando o tema de ALR. Em outros momentos e espaços, Luiz Carlos Bresser Pereira também tem tratado de matérias plenas de controvérsias. Por que isso? Talvez porque seja preciso estar atento a ideias que desbravam novos caminhos, ainda que eles pareçam estar cercados de espinhos e arestas ali colocados exatamente para afugentar os incautos que buscam apreender as nuances de questões áridas como Dívida Pública e Moeda Mundial, por exemplo. Isso precisa ser feito ainda que agrida a ordem estabelecida ou, mais corretamente, porque agride a ordem estabelecida há muitos anos no Brasil. Uma ordem que condenou ao opróbio todas as tentativas de desenvolver o País.

O passado confirma a afirmação. Entre 1930 e 1980, o Brasil foi um dos países de maior crescimento do mundo, ainda que as questões monetárias tenham sido desprezadas, o que o levou a uma superinflação. No período iniciado em 1985, sua economia mostra sinais de semiestagnação, porque o combate à inflação se tornou o único objetivo do governo.

Aqui só se tentará resumir alguns aspectos desses textos. É mais do que provável que esta nota seja mais uma destinada ao desprezo do pensamento dominante. De todo modo, ela buscará defesa na literatura econômica, por meio do apoio de John Maynard Keynes e de um autor pós-keynesiano, John Kenneth Galbraith. Enfim, o que se pretende é servir de "grilo falante", já que personagens de contos de fábula têm vindo em nosso auxílio.

2. Keynes e a Dívida Pública

Keynes confrontou seus pares na Academia inglesa dos anos 1930 ao enunciar o *princípio da demanda efetiva*, em sua Teoria Geral de 1936. O tempo era de recessão, que havia começado nos Estados Unidos de 1929. O pensamento dominante pregava que o governo deveria cortar gastos, a exemplo do recuo do investimento privado. Keynes defendeu a tese que o governo deveria andar na contramão das tendências privadas, buscando preservar o nível da atividade econômica. Em que atividades, diriam seus colegas da Academia, já que elas não estão disponíveis? Além disso, a queda da arrecadação de impostos levaria a um déficit público crescente e a inflação. Como tratar essas questões?

Sim, desequilíbrios ocorreriam: o déficit seria inevitável e o Estado teria de se endividar, mas a inflação não encontrava argumentos sólidos em momentos recessivos. Como Keynes batalhava a favor do pleno emprego, ele se permitiu apelar à ironia: se não há atividades produtivas, que se quebrem as ruas à noite e as consertem de dia.

O governo também poderia construir pirâmides. Quando ele falou naquelas construções icônicas, não foi difícil rir ao se pensar que os faraós teriam sido *keynesianos*, ainda que precisassem esperar milhares de anos antes de encontrar quem desenvolvesse uma teoria econômica compatível com suas práticas. Práticas lógicas, porque as atividades agrárias derivadas das cheias do Nilo não ocupavam a população o ano todo. Algo precisava ser feito. Por que não pirâmides, para gáudio de faraós que miravam a imortalidade?

Essa discussão provocou uma revolução no pensamento econômico. Keynes nunca defendeu gastos irresponsáveis; logo, a forma de combater os déficits públicos dependeria de a economia se normalizar. Então, o investimento privado cresceria e permitiria ao Estado a recomposição de suas finanças com controles de gastos e tributação.

Quase cem anos passados, o pensamento conservador ainda rejeita esses pressupostos. Talvez porque muitos países, o Brasil inclusive, tenham lido seletivamente os novos ensinamentos. Gastar é bom, mas recuperar a solidez das contas públicas é complicado. Com isso, os gastos se acumularam e os ajustes ficaram destinados às calendas...

3. Dívida Pública e Moeda Mundial

Indo direto ao ponto das questões centrais, ALR destaca a importância da dívida pública. Discorda, porém, de que sua medição seja tão somente mecânica, como na relação

percentual Dívida Pública/PIB. A essência do artigo está em dizer que a dívida pública é um ativo privado. Assim, quanto maior for a dívida pública, maior a disponibilidade de ativos privados auferindo juros excessivos.

Belluzzo confirma importância da dívida pública e diz que ela é um substituo do dinheiro, pois a soma emprestada converte-se em títulos de dívida, facilmente transferíveis, que, em suas mãos, continuam a funcionar como se fossem a mesma soma de dinheiro vivo".

Ao contrário dos preceitos de Keynes, muitos Estados Nacionais se endividaram excessivamente, sem levarem em conta a qualidade do gasto. A realidade, a se dar conta dos número de artigos publicados na Imprensa, é de que o pensamento dominante "mede" seus limites por meio da relação Dívida Pública/PIB%. Kenneth Rogoff, que dirigiu o FMI, afirmou que uma relação superior a 90% implicaria perda de controle das finanças públicas. Mas por que 90% e não 93,4%, por exemplo?

Por outro lado, ALR afirma que seis pilares sustentam a condição de moeda internacional de reserva: estabilidade macroeconômica (fiscal e monetária); Banco Central independente; princípio de liberdade dos fluxos de capitais e inexistência de controles cambiais; e existência de mercados líquidos e profundos (muito adequado para o dólar meio de pagamento). Até aqui, tudo de acordo com a ortodoxia econômica.

Os dois pilares restantes são mais interessantes pela sua ascensão mais recente ao debate: não uso do dólar como arma de guerra (sanções e sequestros de reservas) e não, também à multiplicação de moedas digitais privadas atreladas ao dólar, como as stablecoins, que ameaçam tomar seu lugar como moeda de pagamento. O que se observa é que tanto os presidentes Biden quanto Trump ignoraram essas questões. O primeiro levou a que os bancos americanos e europeus congelassem bilhões de dólares de propriedade russa. O sacrossanto direito à propriedade foi ferido no coração, a ponto de uma autoridade europeia defender que tais recursos fossem usados para comprar armas para que a Ucrânia se defendesse dos russos. O segundo tem usado e abusado das moedas digitais a quem parece estar muito ligado. Agora, numa eventual Pax Trumpiana esses recursos poderiam ser usados para reconstruir a Ucrânia.

4. Conclusões

ALR mencionou as "partidas dobradas" dos contadores ao dizer de que a dívida pública é, necessariamente, um ativo privado. E que suas crises têm a ver com aplicações sem levar em conta a qualidade do gasto. Também deixou claro que os pilares fundamentais não mais sustentam adequadamente o dólar como moeda de referência.

John Kenneth Galbraith, economista canadense e professor de universidade americana, já falecido, falou dos sucessos do sistema de mercado, mas criticou sua instabilidade, ineficiência e desigualdade social. Daí sua defesa de políticas e intervenções governamentais para remediar suas falhas. Na crise dos anos 1980, ele afirmou que países com alimentos (carne e trigo) e energia (petróleo) não poderiam ter crises, mas nos anos 1980, ele achava que a Argentina entrava em crise a cada 10 anos. Usando Galbraith como fonte, a Brasil de hoje também não deveria ter crises, já que produz alimentos e energia

mais do que suficientes para seu crescimento. E, no entanto, dia sim e outro também, a Imprensa insiste em que a dívida pública brasileira está saindo do controle. E tome juros!

Se um olhar for lançado sobre casos paradigmáticos, não será difícil ver que a atual crise argentina traz um grande peso para o governo, por sua incapacidade de manter reservas em dólares. Somente a afinidade política com os EUA parece permitir o aporte de bilhões de dólares ao país.

No Brasil, a dívida pública é feita em reais por aporte de brasileiros. Como seu custo de manutenção é elevado, o Banco Central tem feito aplicações de suas reservas em Títulos americanos. As incertezas do momento têm mostrado que é necessário diminuir sua exposição àqueles ativos, que eram vistos como isentos de risco, até pouco tempo atrás. A Imprensa tem destacado que o Brasil, acompanhando inúmeros bancos centrais ocidentais, tem comprado ouro e reduzido um pouco suas posições nos *Treasuries*.

A China, que já manteve a posição de maior aplicadora já diminuiu bastante sua posição em títulos dos EUA. Por tudo isso, a questão do endividamento dos EUA já está na boca do povo, mas a forma de enfrenta-lo ainda não está clara. Já há fuga dos papeis americanos, que eram vistos como de risco zero.

Apesar de sua situação de emissor da moeda mundial, o dólar tem se desvalorizado. Por ora, Trump tem se dedicado às tarifas, o que levaria o país a uma posição superavitária nas contas externas. Se assim fosse, talvez se pudesse pensar que seu objetivo é encontrar um caminho para reduzir a dívida pública. Seu discurso, porém, vai em outra direção. Num acesso de populismo, ele anunciou que dará US$ 2,000.00 a cada cidadão americano com os recursos amealhados, ao invés de reduzir sua dívida em títulos.

Por isso, não se pode descartas que, em futuro próximo, ele pode querer substituir seus Treasuries de vários vencimentos por “bônus perpétuos”. Medida mais radical e unilateral, ela seria uma nova forma de sequestro de reservas, assemelhada àquela que Biden fez com ativos russos.

Finalizando, é evidente que outros atores mundiais já estão pensando em alternativas ao dólar. Os mais importantes são o Yuan e o Euro.

Apesar de saber que há obstáculos quase intransponíveis a um colapso do dólar, a China tem feito esforços para criar uma zona de influência para que sua moeda funcione como meio de pagamentos. Ela criou uma moeda digital, que consegue completar transações internacionais em poucos segundos, ao contrário do sistema Swift, que já parece ultrapassado. Com isso, ela já conta com 117 países cadastrados no Sistema de Pagamentos Interbancários Transfronteiriços da China (CIPS), contra apenas 36 listados na Área única de Pagamentos em Euros (SEPA). Os obstáculos estão na impossibilidade de contar com uma moeda de reserva estão, no entanto, no fato de que o Yuan tem seu valor determinado pelas autoridades chinesas, que o mantém atrelado ao dólar.

O Euro, por seu turno, se apresenta como uma moeda melhor para o papel de reserva de valor, mas não para o de meio de pagamento dominante. Ele conta com um banco central dinâmico, mas não com um único país. E não há qualquer consenso no sentido de que isso venha a acontecer no futuro próximo.

Como se costuma dizer, a China tem governo demais, a Europa tem governo de menos.

Referências bibliográficas

Belluzzo, L.G. e Back, M. *A Fábula da Dívida Pública.* Valor Econômico, 04.11.25: A17.
Euclides, C.& Reis, L. *China aposta em valorização do yuan.* Valor Econômico, 12.11.2025:C6.
Galbraith. J.K. *A Era da Incerteza (The Age of Uncertainty)*. Livro e série de TV de 1977, coproduzida pela BBC e outras emissoras
Keynes, J.M. *Teoria Geral sobre o Emprego, o Juro e a Moeda, 1936.*
Resende, A.L. *A Fada da Dívida.* Suplemento EU& do Valor Econômico, 31.10.25:3.
_____. *Moeda, Direito e Política, palestra na PUC-SP* https://youtu.be/vxOwPITUXjk/si=uNFIv3wjpq-_ZoVK).
Ribeiro, A. *O predomínio do dólar está ameaçado.* Valor Econômico, 24.10.2025; C3.