

Arquitetura Financeira em um Mundo em Transformação

[André Lara Resende](#)

JUN 04, 2026

Palestra na inauguração do Núcleo de Aperfeiçoamento Financeiro Internacional, NAFI, IPEA, Brasília, em 2/6/2026 – Revisto em 4/6/2026.

As Dobras da História e a Perplexidade Atual

O mundo está sempre em transformação, mas em alguns momentos as transformações se aceleram. Parece haver uma descontinuidade, as bases, sobre as quais se assentam o poder político e econômico, os valores, as crenças, o próprio arcabouço conceitual que organiza nosso mundo, dão impressão de estarem ultrapassadas, anacrônicas, mas ainda não está claro o que irá tomar o seu lugar. Estamos num desses momentos.

Num inspirado ensaio recente na Revista do Cebri, *As Dobras da História: rupturas do século XX e seus ecos contemporâneos*, Philip Yang sustenta que as grandes rupturas intelectuais, artísticas e científicas do início do século passado, a pintura abstrata, a música atonal e a física quântica, têm paralelo com as rupturas pelas quais estamos passando neste início de século XXI.

Estou de pleno acordo, mas com uma diferença que me parece essencial: as rupturas do início do século XX foram rupturas conceituais, de entendimento do mundo, que precederam as mudanças que vieram a induzir na realidade. As rupturas de hoje são rupturas da realidade, que ainda não foram devidamente conceitualizadas. O resultado é uma grande perplexidade. Não temos base conceitual consolidada para organizar o mundo e saber para onde caminhamos.

Da moeda Mercadoria à Moeda Creditícia

Ao contrário do que sempre postulou a teoria econômica dominante, a moeda não é apenas um véu sob o qual se desenrolam as forças econômicas, por essa razão, desde que administrada de forma técnica por uma instituição protegida de ingerência políticas, seria essencialmente irrelevante. A moeda é a unidade de conta da sociedade. A estrutura financeira, da qual ela é o pilar, é o verdadeiro palco de toda ação econômica. Não apenas das forças econômicas, mas também das forças políticas das quais são indissociáveis.

A arquitetura monetária e financeira do século XX, que hoje parece estar em decomposição, nasceu com a conferência de Bretton Woods de 1944, quando o dólar substituiu a Libra como a moeda internacional. O sistema de taxas de câmbio fixas em relação ao dólar, a nova moeda reserva, ficou conhecido como o Marshall-Dodge Standard, em referência aos dois planos de ajuda externa americanos, para a Europa e para o Japão, que o viabilizaram.

O padrão-ouro, com conversibilidade da moeda reserva, a Libra, em ouro, já havia sido inviabilizado com a Primeira Grande Guerra. A tentativa de restabelecer o padrão ouro, nas mesmas bases do pré-guerra para a Libra, foi tema de um acalorado debate. Maynard Keynes, como seu principal crítico, sustentou que seria recessivo e deflacionário.

Keynes, o representante da Inglaterra, foi principal arquiteto intelectual da conferência que concebeu o FMI, o Banco Mundial e o GATT, entre outras organizações internacionais. Propôs ainda a criação de uma moeda reserva supranacional, o Bancor, a ser emitida pelo FMI, mas foi voto vencido. Harry Dexter White, o representante dos EUA, que saiu da guerra como a maior potência econômica, com a maior reserva de ouro, foi capaz de impor o dólar como a nova moeda internacional.

As tensões que Keynes antevia na adoção de uma moeda nacional como moeda reserva internacional, por isso a proposta do Bancor, não surgiram imediatamente no pós-guerra. Foram postergadas pelos planos de ajuda americana à Europa e ao Japão. A insuficiência de liquidez, para acompanhar o crescimento do comércio e das finanças internacionais, que ficou conhecida como o “dólar shortage”, só veio à tona um pouco mais tarde.

Ainda nos anos 1950, Robert Triffin, economista belga radicado nos EUA, apontou o que lhe parecia ser uma contradição estrutural: para suprir o mundo de liquidez, os EUA precisariam incorrer em déficits externos, e também déficits fiscais, os “twin déficits”, crescentes, mas estes mesmos déficits, ao longo do tempo, minariam a confiança no dólar. A contradição ficou conhecida como o dilema, ou o paradoxo, de Triffin.

Em uma aparente confirmação do dilema, a partir dos anos 1960, agravado pelos choques de petróleo da OPEP, na década de 1970, os EUA passaram efetivamente a ter déficits externos e fiscais crescentes. Em 1971, no governo Nixon, os EUA abandonaram definitivamente a conversibilidade do dólar. Com o padrão ouro enterrado, o sistema financeiro mundial passou a ter como base uma moeda nacional exclusivamente fiduciária.

Assim como todo o arcabouço conceitual da macroeconomia do século XX, o dilema de Triffin foi concebido a partir de uma moeda metálica, de valor intrínseco, que não é passível de ter a sua oferta aumentada para atender à demanda. O sistema financeiro baseado numa moeda exclusivamente fiduciária, denominado por Schumpeter, em oposição ao da moeda metálica, de sistema de “puro crédito”, tem lógica própria, diferente, da concebida pela macroeconomia do século XX.

A Macroeconomia Anacrônica

A macroeconomia que concebe a moeda como apenas um “véu”, que não interfere na esfera “real” da economia, é hoje, com a crescente financeirização – o “financial deepening” - da economia, um grave anacronismo. No lugar de servir para facilitar o entendimento da realidade, funciona como uma lente distorcida que a desfigura e compromete a formulação de políticas públicas.

No sistema financeiro da moeda exclusivamente fiduciária, não é necessário haver renda auferida, mas não consumida, ou seja, poupança, para que se possa investir. Basta que haja expansão do crédito.

O sistema financeiro não é mero intermediário de agentes superavitários, que têm mais renda do que dispêndios, para agentes deficitários, que têm mais dispêndios do que renda. O sistema financeiro da moeda fiduciária expande poder aquisitivo, sem que tenha havido renda prévia. Algo que pode parecer profundamente contraintuitivo.

Mais uma vez, o equívoco foi percebido por Keynes, na sua crítica, dos anos 1930, à teoria dos Loanable Funds. A taxa de juros não é determinada pelo equilíbrio entre poupança e investimento, mas no mercado monetário. É determinada pelo preço da

moeda fiduciária primária, das reservas bancárias, que por sua vez é fixado pelo emissor da moeda, o Banco Central, como agente do Estado emissor.

A crise financeira de 2008 e o advento do “Quantitative Easing”, QE, escancararam o fato de que o quadro conceitual da macroeconomia da segunda metade do século XX estava anacrônico. Como demonstrou de forma cabal o QE, o Banco Central emissor de uma moeda puramente fiduciária pode conceder crédito monetário – isto é, “emitir moeda”, segundo a velha concepção da moeda física - sem qualquer objeção técnica objetiva.

O que significa isso? Que a expansão de linhas de crédito monetário do BC, para comprar títulos de dívida pública e privada, como foi o caso dos QEs, assim como para garantir que outros bancos centrais no mundo possam garantir a liquidez na moeda reserva mundial, como foi o caso das linhas de swaps estendidas pelo Fed para o Banco Central Europeu, para o Bank of England e outros, não tem nenhuma restrição a priori.

A expansão de linhas de crédito do Banco Central emissor da moeda reserva para outros bancos centrais resolve o dilema de Triffin. O país emissor da moeda reserva não precisa incorrer em déficits fiscais e de contas correntes com o exterior para conceder crédito internacional na sua moeda. Basta que o seu Banco Central conceda crédito, via swaps, com os bancos centrais do mundo. Não existe dilema de Triffin, ou mais precisamente, a eventual perda de credibilidade da moeda reserva não decorre da necessidade de incorrer em déficits externos e orçamentários.

Assim como resolve questão da eventual falta de liquidez internacional da moeda reserva, a extensão de crédito do BC para o sistema financeiro nacional, com demonstrou o QE, também não provoca inflação convencional. Pode ter, e efetivamente teve, como consequência uma inflação de preços de ativos, sobretudo financeiros, que tende a se extravasar para ativos reais, tanto imobiliários, como mobiliários, como objetos de arte, etc. O resultado é o crescimento desproporcional dos ativos financeiros em relação à renda, ou seja, ao PIB e, conseqüentemente, um grande aumento da concentração de riqueza. Este é o ponto do livro, de 2024, de Karen Petrou e do também do artigo, de 2025, do atual secretário do Tesouro americano, Scott Bessent.

A Nova Geopolítica e o Dólar Ameaçado

Quando o quadro conceitual da macroeconomia convencional ainda não se adaptou à realidade da moeda fiduciária, a geopolítica e a tecnologia prenunciam mudanças ainda mais disruptivas para a arquitetura financeira internacional. A emergência da China como potência econômica, política e militar desafia a hegemonia dos EUA e o domínio do dólar parece ameaçado. O segundo governo Trump, sua agenda econômica interna e externa, acelerou significativamente o processo de descrédito da moeda americana.

O país emissor da moeda reserva mundial tem vantagens conhecidas. Pode financiar seus compromissos externos sem ter que acumular divisas e a sua dívida é percebida como sem risco de crédito, o “safe asset” internacional, por isso tem prêmio de risco nulo.

Estas vantagens configuram um “privilégio exorbitante”, na expressão cunhada por Valéry Giscard d’Estaing, ministro da fazenda de De Gaulle, na década de 1960. No entanto, num ensaio, de novembro de 2024, “A User Guide to Restructuring the Global Trading System”, que é provavelmente a base conceitual da política econômica do segundo governo Trump, Stephan Miran, indicado inicialmente para presidente do Council of Economic Advisors e, em seguida, para a diretoria do Fed, retoma o

equivoco da macroeconomia da moeda metálica. Sustenta que ser o emissor da moeda reserva mundial é um ônus. Segundo Miran, a consequência da necessidade de manter déficits externos, para suprir a liquidez internacional, é a sobrevalorização do dólar, o que levou à desindustrialização americana.

O ensaio de Miran é um ataque direto às condições consideradas necessárias para ser o detentor da moeda reserva mundial. Tais condições, consensualmente aceitas, foram listadas por David Snow, em “When the Dollar Falls”, no Project Syndicate, agosto de 2025:

1. Estabilidade macroeconômica, inflação baixa e sob controle;
2. Banco Central independente de interferências políticas;
3. Livre fluxos de capitais inexistência de controles cambiais;
4. Mercados financeiros líquidos e profundos, preços de títulos públicos transparentes e com baixa volatilidade;
5. Sistema Jurídico confiável e estável;
6. Moeda tratada como um bem público, não como instrumento de poder econômico e geopolítico.

Todas estas condições foram postas em xeque nos EUA do segundo governo Trump.

O processo teve início com o confisco das reservas da Rússia, \$300 bilhões, em 2022, como parte das sanções econômicas impostas pelos EUA depois da invasão da Ucrânia, em flagrante contradição com a condição (6) acima, não usar a moeda como instrumento de poder geopolítico.

Prosseguiu com os confrontos sucessivos do executivo Trump com o sistema jurídico em várias frentes e desafios flagrantes ao judiciário. Contradição com a condição (5), ter sistema jurídico confiável e estável.

A recente alta da volatilidade de preços de títulos públicos, embora o mercado continue líquido e profundo, é o primeiro sinal de alerta em relação à condição (4), mercados financeiros líquidos e profundos, preços de títulos públicos transparentes e de baixa volatilidade.

A sugestão de Steve Miran, no seu ensaio citado, de que se deveria taxar os não residentes detentores de títulos públicos, assim como alongar compulsoriamente a dívida carregada por estrangeiros, contradiz diretamente a condição (3), o livre fluxo de capitais e a inexistência de controles cambiais.

Os ataques sistemáticos de Trump ao Fed, ao presidente Jerome Powell, a quem chamou de “mula teimosa,” e destituição da diretora Lisa Cook, sob acusação de fraude, sem provas, na obtenção de empréstimos hipotecários, é uma contradição direta à condição (2), Banco Central independente e insulado de pressões políticas espúrias.

A pressão para que o Fed de Kevin Warsh reduza a taxa básica de juros, quando há pressões inflacionárias derivadas do aumento dos impostos de importação e da guerra com o Irã, é percebido como ameaça clara à condição (1), estabilidade macro, política monetária e fiscal confiável, dívida pública sob controle.

Um Mundo Multipolar e a Multiplicidade de Moedas Privadas

Uma vez estabelecida, existe uma forte inércia em relação à moeda reserva internacional, mas o processo de perda de relevância do dólar no cenário comercial e

financeiro mundial já está relativamente avançado. Vale lembrar da observação de Rudiger Dornbusch sobre crises cambiais e financeiras: Demoram mais para acontecer do que se imagina, mas quando ocorrem, se desenvolvem muito mais rápido do que se poderia prever.

Tentar prever o futuro, sobretudo em momentos de profundas mudanças, tecnológicas e geopolíticas, como os tempos atuais, é tarefa inglória, mas dois cenários parecem mais prováveis:

1. A China, hoje inegavelmente a potência econômica e política em ascensão, cria as condições necessárias para ser o detentor da nova moeda mundial, ao deixar claro que seu objetivo é o de prestar um serviço internacional público, e não o de meramente reforçar o seu poder político e econômico. O mundo caminha para ser bipolar, sem que haja necessariamente confrontação; ou

2. O antagonismo entre os EUA e a China se exacerba, a crise do dólar se aprofunda, sem que surja uma alternativa clara como moeda reserva mundial. Neste caso, sem nova referência, haverá uma fragmentação crescente do comércio e do sistema financeiro internacional, com menos transparência, menor capacidade de coordenação de instituições multilaterais, como FMI, BIS, Banco Mundial, OMC etc., que podem se tornar irrelevantes.

A fragmentação econômica e financeira, com a formação de blocos regionais, sem uma moeda reserva como bem-público, aumentará o risco de conflitos armados reduzirá o crescimento e o bem-estar mundial.

A proliferação das “stablecoins”, moedas eletrônicas privadas, que no caminho aberto pelo Bitcoin e outros ativos financeiros eletrônicos privados de emissão e custódia descentralizados, são um fator adicional de ameaça ao dólar. O Genius Act, dos EUA de Trump, definiu as stablecoins como moedas de pagamentos, ou de transações, e não como ativos financeiros. Impedidas de remunerar seus detentores, devem aprofundar o seu papel como meios de pagamento alternativos. Irão tomar espaço do dólar como meio de pagamento, nacional e internacional, reduzir a transparência, facilitar a evasão fiscal e as transações ilícitas. Sem um Banco Central emprestador de última instância, irão aumentar o risco de corridas e ataques especulativos, que podem forçar a venda desordenada dos títulos que mantêm como lastro.

Em qualquer dos cenários, me parece mais do que prudente, imperativo, trabalhar na criação de uma moeda regional. Uma moeda reserva regional, nas quais seriam cotadas e liquidadas as transações comerciais e financeiras entre os países aderentes. Sua adoção como moeda nacional, exclusiva ou em paralelo, seria facultativa. Como demonstram as agruras da consolidação do Mercosul, o caminho pode ser longo, o que torna o trabalho de sua concepção ainda mais urgente. Acredito que este Núcleo de aperfeiçoamento Financeiro Internacional (NAFI) possa desempenhar um papel relevante nesta empreitada.