

O DÓLAR SOB TRUMP

Steffen Murau

19/02/2026

O artigo traça um panorama histórico do sistema monetário internacional desde o final da 2ª Guerra aos impasses atuais. É o longo período que compreende a era keynesiana (até anos 1970), a sua crise e substituição pelo ciclo do neoliberalismo (dos anos 1980 em dia). Longe das simplificações aponta os efeitos das diversas grandes crises desse período sobre o dólar como moeda nacional, mesmo que do principal estado imperialista, e, ao mesmo tempo, mundial, em uma dinâmica cada mais financeirizada. Apresenta cenários das disputas em andamento. Agradecemos à equipe de Phenomenal World por disponibilizar o artigo para republicar na Revista DS.

Originalmente disponível em [Phenomenal World](#), acessado em 13/02/26.

Passado um ano do segundo mandato de Donald Trump, a ordem econômica global já foi tão repaginada que mal chamaria atenção se fosse passar férias em Mar-a-Lago. Trump transformou sua famosa afeição por tarifas—impostas a aliados e adversários indistintamente—em uma verdadeira agenda de rejuvenescimento nacional. Analistas perplexos ensaiam explicações diversas para as novas restrições comerciais: seriam elas uma ruptura com o papel histórico dos Estados Unidos na tutela do capitalismo mundial; um instrumento de coerção destinado a forçar concessões; ou, ainda, mera ostentação de poder? Ainda não se formou qualquer consenso sobre a natureza dessa mudança ou suas implicações de longo prazo.

Há quem busque respostas em um documento programático publicado por Stephen Miran, ex-conselheiro econômico da campanha de Trump e atual membro do conselho do Federal Reserve, didaticamente intitulado [A User's Guide to Restructuring the Global Trading System](#), ou “Manual para Reestruturar o Sistema Comercial Global”, em português. Ao convocar uma “mudança geracional” para “colocar a indústria americana em condições mais justas em relação ao resto do mundo”, sugerindo a utilização de tarifas como principal instrumento, o documento expõe a lógica por trás de muitas das decisões tomadas no último ano. Para Miran, cinco décadas de dólar forte tornaram as exportações americanas caras demais para o resto do mundo e baratearam as importações a ponto de torná-las irresistíveis para os consumidores internos. O resultado teria sido a deterioração da manufatura e da produção industrial do país. “A persistente sobrevalorização do dólar”, segundo ele, se deve ao fato de que “ativos denominados em dólar funcionam como moeda de reserva mundial”. “Financiar o fornecimento de ativos de reserva e o guarda-chuva de defesa” se tornou um fardo para os EUA, especialmente porque “os setores manufatureiro e de bens comercializáveis arcam com a maior parte dos custos”.

Miran não é o único a defender a desvalorização do dólar. A crença de que o papel global da moeda coloca os EUA em desvantagem estrutural tem uma longa história, remontando às primeiras décadas do pós-guerra. Que essa perspectiva tenha atravessado o mundo do câmbio fixo e da conversibilidade em ouro e chegado ao entorno de Trump, no entanto, revela um profundo equívoco sobre o funcionamento do sistema monetário internacional do século XXI. À medida que as obrigações monetárias se imbricaram no universo inflado das finanças, a antiga suposição de que o comércio é a base das taxas de câmbio deixou de dar conta da realidade.

Hoje, a maioria das obrigações em dólares ultrapassa as fronteiras dos Estados-nação. A criação offshore é tão disseminada que o dólar pode ser entendido como uma moeda privatizada e, em certa medida, “desnacionalizada”. A vasta rede de criação, negociação e concessão de crédito em dólares fora dos Estados Unidos constituiu um [Sistema Offshore do Dólar](#) crucial para a sustentação do poder americano. Uma análise rigorosa desse sistema refuta a premissa defendida por Miran de que a condição de devedor dos EUA seria

um sintoma de declínio—e, conseqüentemente, de que a desvalorização cambial por meio das tarifas abriria caminho para a recuperação.

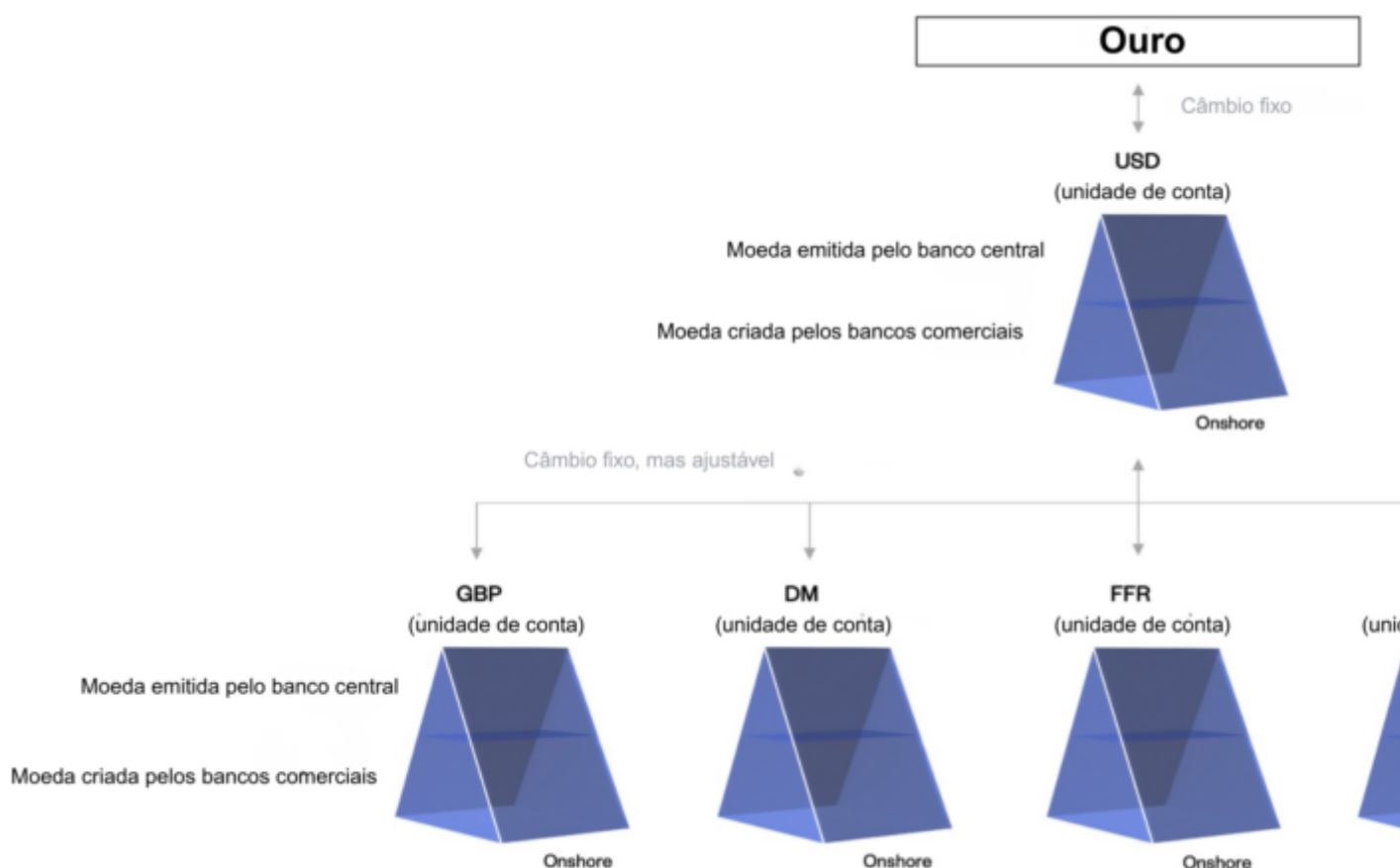
A seguir, descreveremos o desenvolvimento do sistema monetário internacional desde Bretton Woods até a consolidação do dólar offshore. Então, examinaremos como esse arranjo deve ser reformulado nos próximos anos, à medida que a ofensiva tarifária mal calculada de Trump desencadeia guerras comerciais sem precedentes e intensifica a disputa com a China. Qual será o resultado dessa crescente desordem? Ao menos quatro desfechos despontam no horizonte, cada um impulsionado por seu próprio arranjo político: a formação de blocos monetários concorrentes, com alinhamentos geopolíticos próprios; a continuidade da globalização financeira, agora sob um papel mais coercitivo dos Estados Unidos; o colapso da ordem monetária, que desemboca em anarquia; e o surgimento de um novo sistema transnacional de compensação de pagamentos.

Origens no pós-guerra

Sob o Sistema de Bretton Woods, o dólar americano era lastreado em ouro. Todas as demais unidades de conta tinham taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis em relação ao dólar. A Figura 1 apresenta uma visão esquemática desse sistema e de suas várias “áreas monetárias”, caracterizadas por unidades de conta nacionais—ou moedas. Todas essas áreas monetárias, inclusive os Estados Unidos, dependiam da emissão de moeda pelos bancos centrais (cédulas e reservas) e da criação de moeda pelos bancos comerciais (depósitos).

[1](#)

Figura 1—O Sistema de Bretton Woods



CAD: dólar canadense; DM: marco alemão; FFR: franco francês; GBP: libra esterlina; ITL: lira italiana; USD: dólar americano.

Nos primeiros anos do pós-guerra, as reformas bancárias do New Deal restringiram a atividade financeira americana fora do sistema bancário regulado. Os Estados dominavam o sistema monetário e financeiro.

Instrumentos de criação de moeda, como a constituição de depósitos a partir de operações de crédito, operavam predominantemente onshore, circunscritos ao espaço institucional da jurisdição monetária. Havia, portanto, um [“alinhamento triplo”](#) entre os planos político, econômico e monetário. Apesar da conversibilidade em ouro, Bretton Woods operava essencialmente como um sistema de crédito, cujo centro de gravidade se localizava nos balanços do Fed e dos bancos norte-americanos.

A posse de Richard Nixon como presidente dos EUA, no entanto, abalou o arranjo estatal e creditício do pós-guerra. Para Nixon, a estruturação do Sistema de Bretton Woods em torno do dólar operava contra os interesses do país. Argumentava-se que os EUA haviam passado do maior superávit comercial do mundo para o maior déficit. Assim, quando a fuga de ouro e a volatilidade dos mercados passaram a pressionar o sistema de câmbio fixo, Washington aproveitou a oportunidade para decretar unilateralmente, em 1973, o fim da conversibilidade do dólar em ouro: iniciava-se a era do câmbio flutuante.²

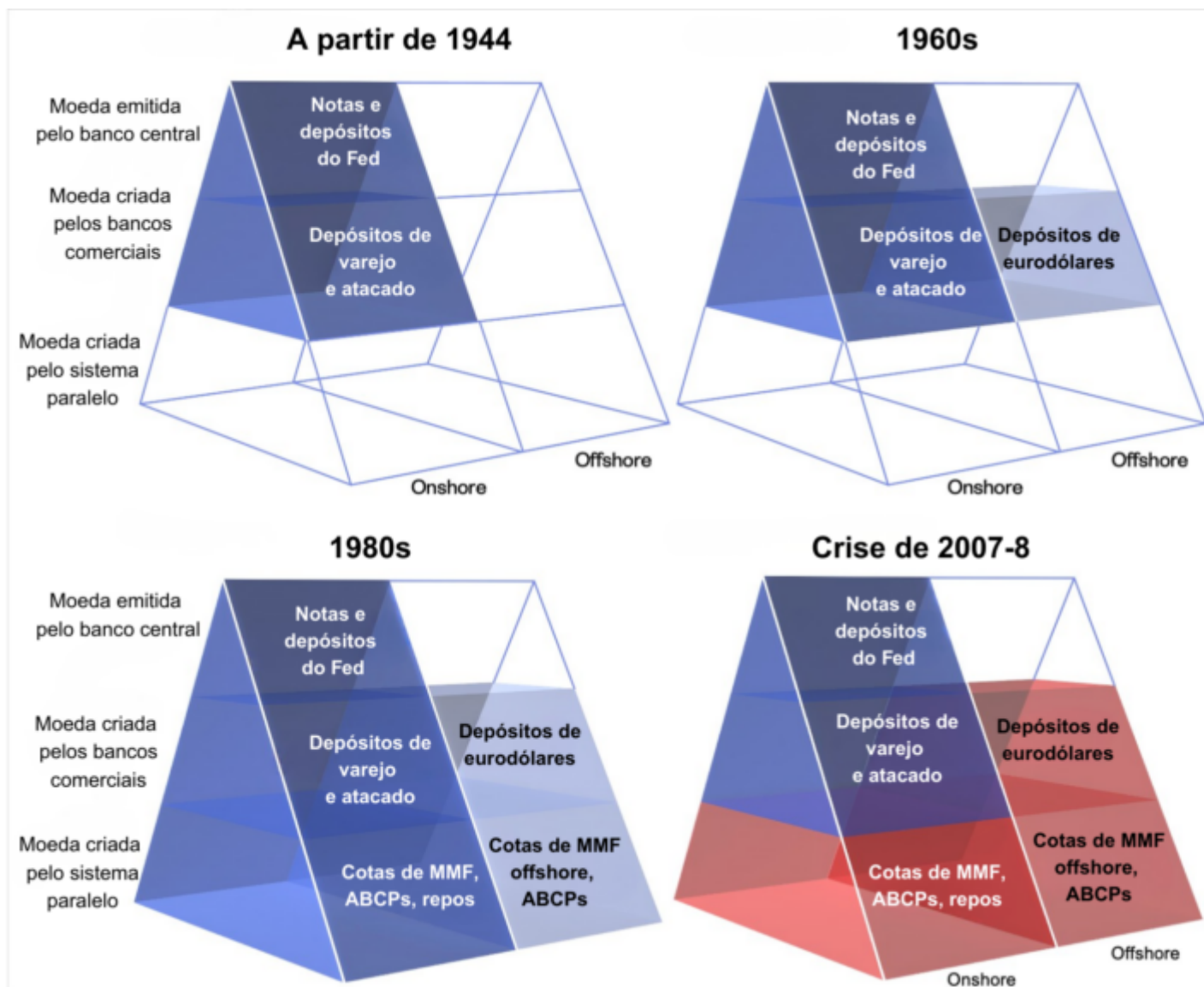
O dólar, no entanto, continuou a exercer a função de unidade de conta internacional. Isso exigiu que bancos centrais ao redor do mundo acumulassem instrumentos denominados em dólar em suas reservas internacionais—cédulas, depósitos e títulos do Tesouro americano. Instituições financeiras privadas, por sua vez, começaram a criar seus próprios instrumentos denominados em dólares e a utilizá-los em pagamentos transfronteiriços, sem a intermediação de outras moedas nacionais. A criação e a circulação de dólares offshore, ou seja, para além da jurisdição formal do Fed, foram amplamente disseminadas. Era o fim do “alinhamento triplo”.

Depois de Bretton Woods

A Figura 2 apresenta uma visão geral da expansão da criação de dólares offshore. O mercado de eurodólares—dólares criados de forma privada e fora dos EUA—surgiu já no final da década de 1950, enquanto Bretton Woods ainda estava em vigor. À época, muitos banqueiros centrais viram o nascimento desse mercado como uma ameaça à soberania monetária e se esforçaram para impedir seu avanço. O choque Nixon de 1973, no entanto, marcou um ponto de inflexão: esses mesmos atores [passaram a incentivar](#) a criação offshore de dólares, que cresceu acentuadamente nas décadas seguintes.

Nos Estados Unidos, a liberalização financeira deu origem a instrumentos que passaram a desempenhar o papel tradicionalmente exercido pelos depósitos bancários—dispositivos de [moeda paralela](#) (shadow money) como fundos do mercado monetário (MMFs, na sigla em inglês), acordos de recompra (repos) e títulos lastreados em ativos.³ A partir dos anos 1980, esses instrumentos se difundiram em escala crescente também [fora dos Estados Unidos](#).

Figura 2—O surgimento do dólar offshore

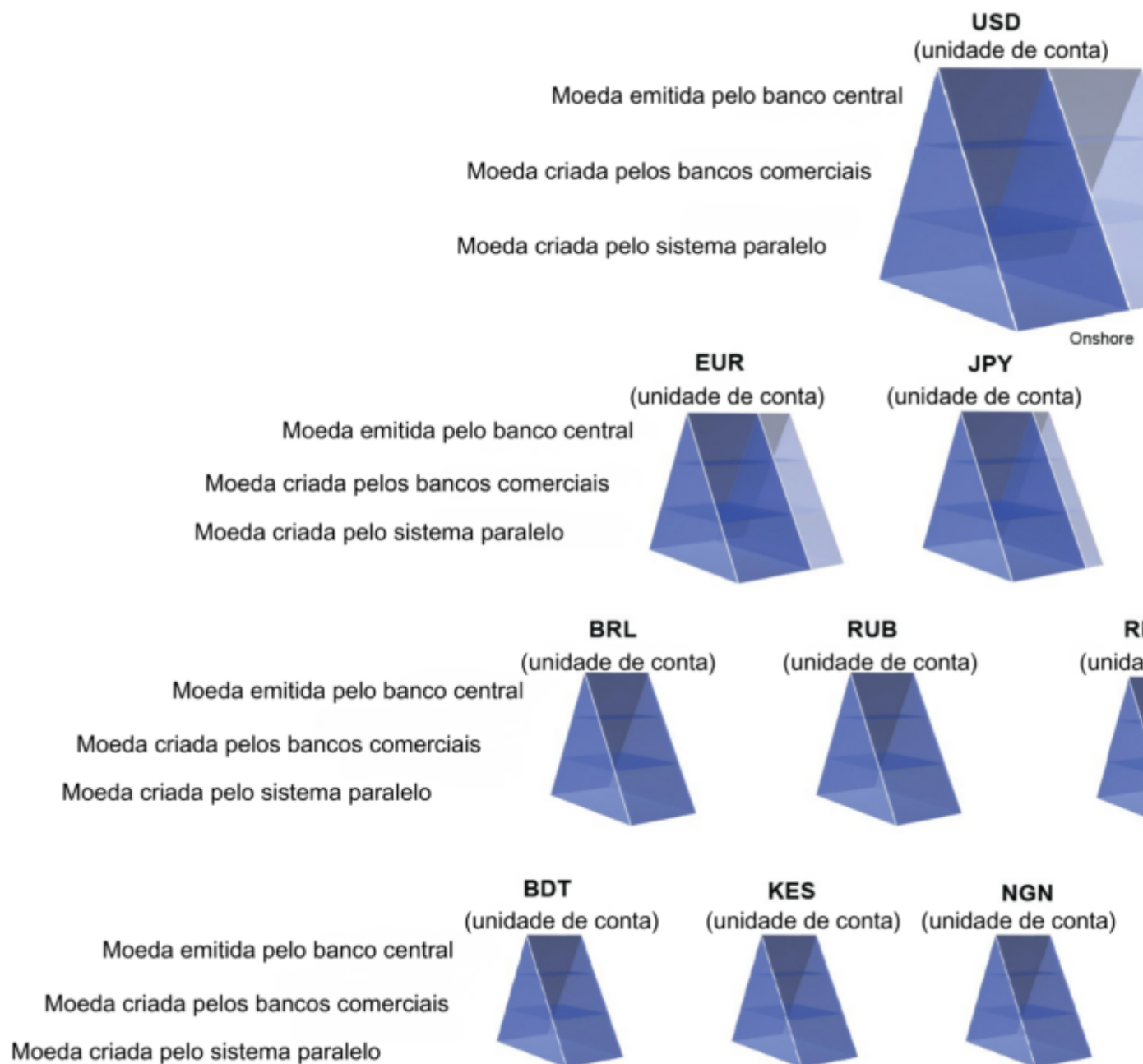


ABCPs: Títulos lastreados em ativos; MMF: Fundos do mercado monetário; Repos: Acordos de recompra.

A crise financeira de 2007-2008 marcou uma virada: desencadeou simultaneamente uma corrida onshore contra o sistema bancário paralelo centrado nos EUA e uma corrida offshore no mercado de eurodólares. Ao reintroduzir as linhas de swap, o Federal Reserve interveio para salvar o Sistema Offshore do Dólar, comprometendo-se a fornecer liquidez emergencial ao resto do mundo—em alguns casos, em quantidades ilimitadas. Desde então, os instrumentos offshore denominados em dólares continuaram a se expandir, com o Fed atuando como [garantidor](#) global: pronto para intervir e fornecer dólares em condições excepcionais sempre que o sistema der sinais de instabilidade, como aconteceu durante a crise do euro e a pandemia de Covid-19.

A Figura 3 mostra a relação hierárquica entre as diferentes áreas monetárias do sistema pós-Bretton Woods. O dólar permanece no topo, e as demais moedas se organizam abaixo dele de acordo com seu acesso à liquidez em dólares. Logo abaixo dos Estados Unidos vêm a zona do euro, o Japão e o Reino Unido, que têm acesso irrestrito às linhas de swap do Federal Reserve. Em seguida, aparecem os BRICS, que, embora não disponham dessas linhas, ainda conseguem recorrer a outras formas de liquidez emergencial em dólares.⁴ Na base, estão os países do Sul global, cuja principal via de obtenção de dólares em momentos de crise é o [sistema de Direitos Especiais de Saque \(DES\)](#) do Fundo Monetário Internacional.

Figura 3—A estrutura do Sistema Offshore do Dólar



BDT: taka de Bangladesh; BRL: real brasileiro; EUR: euro; GBP: libra esterlina; JPY: iene japonês; KES: xelim queniano; NGN: naira nigeriano; PKR: rupia paquistanesa; RMB: renminbi chinês; RUB: rublo russo; USD: dólar americano; ZAR: rand sul-africano; ZMW: kwacha zambiano.

O poder do dólar

Ao contrário de Bretton Woods, o Sistema Offshore do Dólar não foi planejado, mas se constituiu a partir de uma sequência de arranjos contingentes. Ainda que autoridades públicas tenham reiteradamente [promovido](#) o papel internacional do dólar, os principais motores desse processo foram atores de mercado, interessados em escapar ao controle regulatório por meio da criação de dólares offshore e de uma gama de instrumentos financeiros denominados na moeda americana. Essas atividades pouco reguladas desencadearam crises recorrentes, às quais tecnocratas e gestores públicos tentaram responder por meio de uma série de medidas *ad hoc*—como linhas de swap—que, por sua vez, eventualmente acabaram se integrando à própria arquitetura monetária global.

Apesar de não ter sido planejado, não há dúvida de que esse sistema conferiu imensos privilégios aos EUA. Do alto dessa hierarquia, autoridades americanas podem usar o acesso às finanças internacionais [como arma](#) contra países situados em níveis inferiores: a hierarquia monetária é um meio crucial de exercer influência

sobre a periferia global. O Tesouro americano também pode, assim, vender sua dívida no exterior a compradores que, na prática, são forçados a aceitar suas condições. Tudo isso opera em benefício das instituições financeiras americanas e preserva o status de Nova York como centro financeiro do mundo.

Isso tudo implica que o Sistema Offshore do Dólar depende do Fed para manter sua integridade em momentos de crise. Choques no sistema tendem a levar atores de mercado a deslocar dólares offshore de volta para o onshore, momento em que o Fed passa a atuar como emprestador de última instância para o exterior. Mas, uma vez que o Fed não tem mandato formal para desempenhar o papel de banco central mundial, ele precisa enquadrar sua oferta de liquidez de emergência a outros países como uma exigência da política interna. Essa é uma vulnerabilidade política que críticos como Miran agora exploram, alegando que os interesses nacionais estariam sendo subordinados à estabilização da ordem econômica internacional. Para Miran, a prática de fornecer moeda ao resto do mundo teria forçado os Estados Unidos a acumular um enorme déficit comercial, um “sacrifício”, em suas palavras, em nome da supremacia global do dólar.

No entanto, isso é uma inversão da realidade. Seria mais correto dizer que o domínio do dólar—como moeda parcialmente desnacionalizada—é justamente o que permite aos EUA importar muito mais do que exportam. Embora o país tenha se endividado amplamente em relação ao resto do mundo, sua dívida é denominada em uma moeda cujo meio de liquidação permanece sob seu controle. Os EUA também conseguem financiar parte desse déficit por meio da emissão de dívida soberana, que Washington promoveu com sucesso como um “ativo seguro global” a ser vendido a suas contrapartes internacionais.

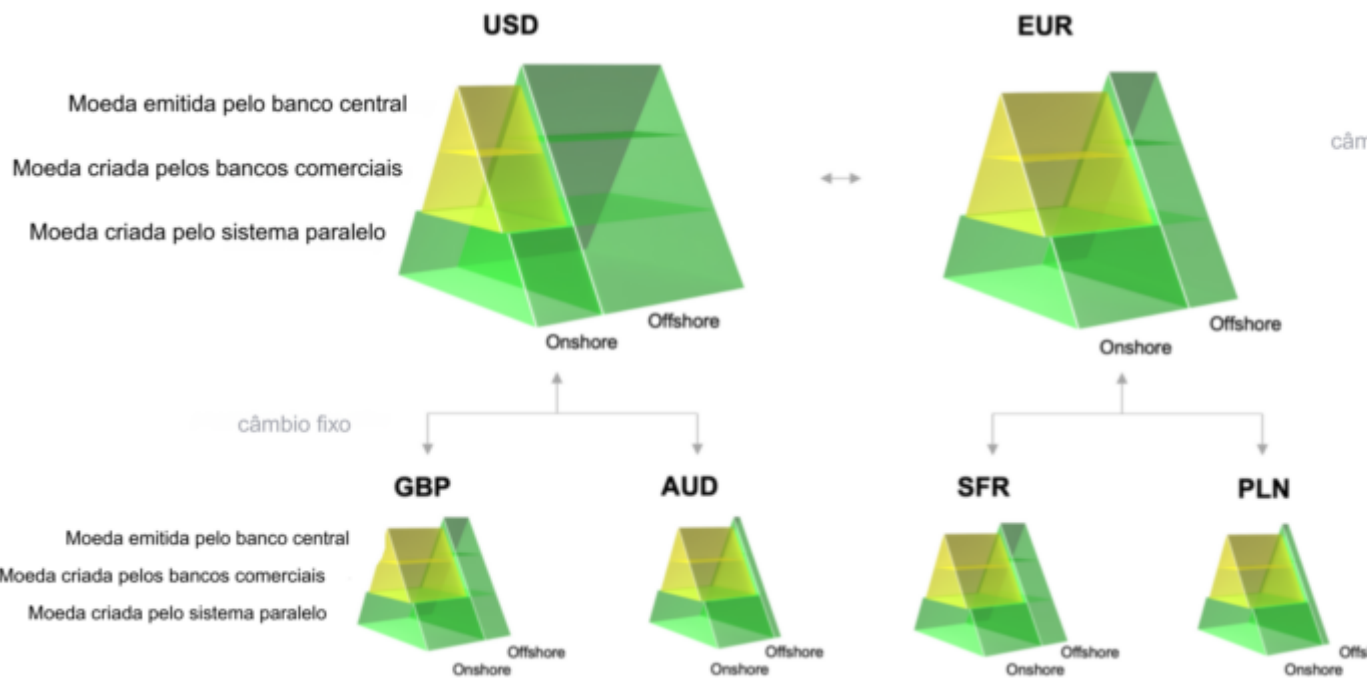
Isso concede ao governo americano e às classes proprietárias de ativos uma série de vantagens, entre elas, a capacidade de manter uma carga tributária relativamente baixa, compensando a arrecadação modesta com a emissão de dívida soberana e com um sofisticado arcabouço institucional destinado a manter o mercado de títulos do Tesouro dos EUA profundo e líquido. O efeito dessa configuração sobre a valorização externa do dólar, no entanto, permanece altamente especulativo, já que a taxa de câmbio depende de muitos fatores além da posição em conta corrente. A sub ou sobrevalorização do dólar não tem uma causa única: em outras palavras, a ambição de Miran de restaurar seu “valor adequado” simplesmente ajustando a balança comercial é simplesmente equivocada.

Quatro futuros

Como as ideias de Miran podem moldar o futuro do sistema monetário? Existem quatro cenários possíveis. No primeiro, a manutenção das tarifas provocaria uma contração do comércio global, fomentando a regionalização das cadeias de valor e subitamente desacelerando quatro décadas de avanço desenfreado da globalização financeira. À medida que parceiros comerciais fossem pressionados a firmar acordos favoráveis a Washington, o déficit comercial dos EUA provavelmente diminuiria e o encolhimento global do Sistema Offshore do Dólar permitiria a internacionalização de outras moedas e o avanço de meios regionais de pagamento, enfraquecendo o domínio do dólar.

Nesse cenário, veríamos o surgimento de blocos monetários regionais concorrentes, com diferentes jurisdições agrupadas em torno de moedas-chave. Os Estados Unidos provavelmente formariam um bloco com outros países anglófonos, como o Reino Unido e a Austrália, afastando-se ainda mais da União Europeia e comprometendo a cooperação de segurança transatlântica (como aconteceu recentemente com [as ameaças militares](#) à Groenlândia). Isso incentivaria a China a continuar a [internacionalização](#) do renminbi, transformando-o numa moeda crucial para a sua região de domínio. Diante da crescente rivalidade entre os EUA e o país asiático, dirigentes europeus intensificariam os esforços para garantir sua posição tanto no terreno da geopolítica quanto nas questões monetárias internacionais—buscando, por exemplo, [novas iniciativas](#) para promover a [criação offshore de euros](#).

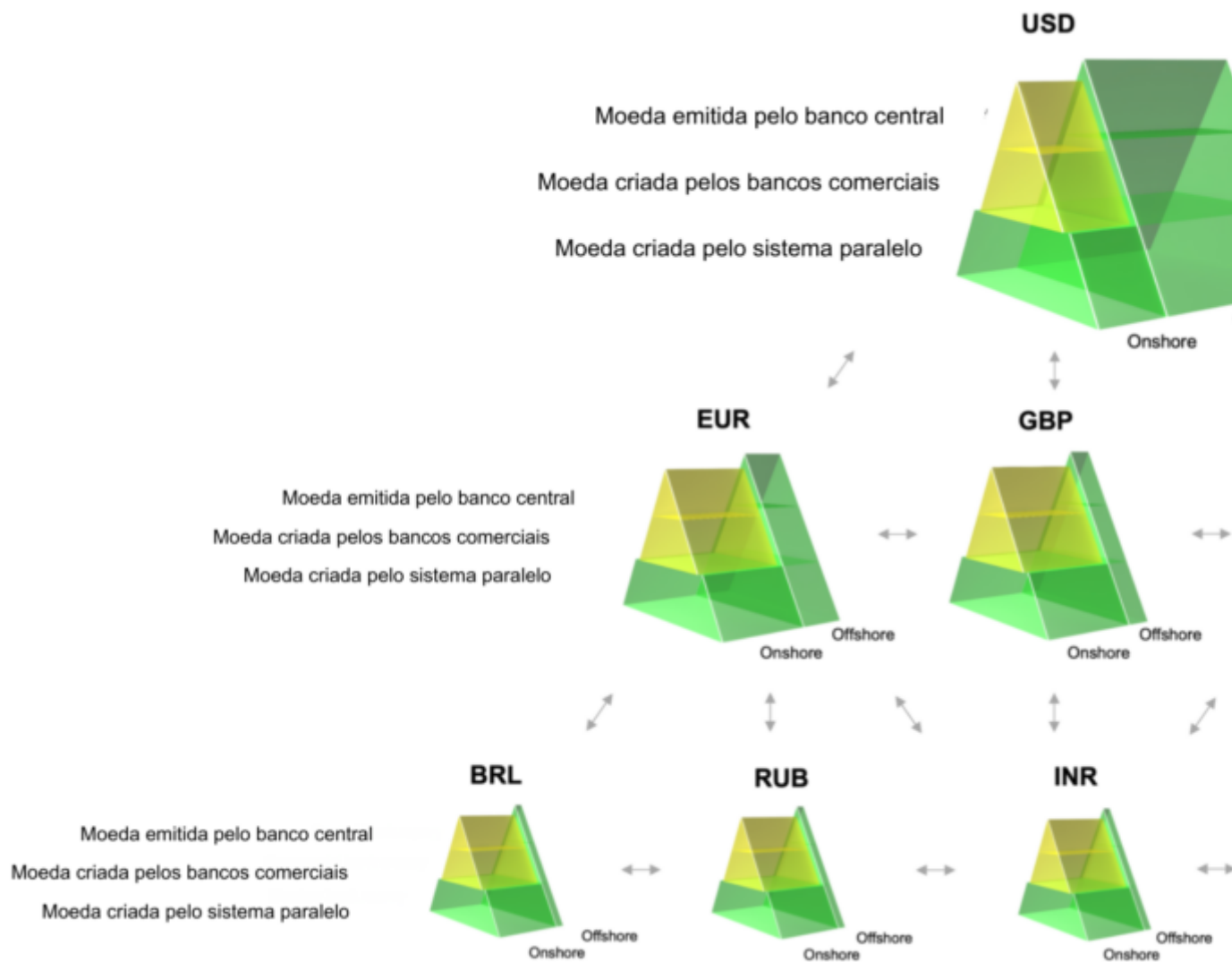
Cenário um—Blocos monetários concorrentes



AUD: dólar australiano; EUR: euro; GBP: libra esterlina; INR: rupia indiana; PLN: zloty polonês; RMB: renminbi chinês; RUB: rublo russo; SFR: franco suíço; USD: dólar americano; ZAR: rand sul-africano.

No segundo cenário, o ainda pendente Acordo de Mar-a-Lago, promovido por Miran, permitiria que a globalização financeira continuasse e tornaria outras moedas mais competitivas em relação ao dólar. É um horizonte que brilha aos olhos da facção de Wall Street do governo Trump, que tira bastante proveito do estado atual das coisas. Assim, o dólar manteria sua posição hegemônica e repassaria algumas das supostas desvantagens a parceiros comerciais. A instrumentalização das redes de swap do Fed seria uma arma ainda mais poderosa, porque o acesso à liquidez em momentos de crise poderia ser limitado aos países que se submetessem às exigências de Washington, enquanto a influência do dólar offshore e do sistema bancário paralelo continuaria crescendo.

Cenário dois—Globalização financeira contínua



BRL: real brasileiro; EUR: euro; GBP: libra esterlina; INR: rupia indiana; JPY: iene japonês;
RMB: renminbi chinês; RUB: rublo russo; USD: dólar americano; ZAR: rand sul-africano.

Os cenários um e dois pressupõem que a administração de Trump será capaz de evitar uma grande crise monetária, o que pode não ser exatamente o caso. O Sistema Offshore do Dólar é sustentado pela crença de que os títulos do Tesouro americano são os ativos mais seguros do mundo. Caso as agências de classificação de risco rebaixassem a nota do país como emissor de dívida soberana, essa situação mudaria drasticamente. Em seu “Manual”, Mirian sugere que os títulos do Tesouro dos EUA poderiam ser convertidos à força em “*special century bonds*”, o que tecnicamente equivaleria a um calote da dívida soberana do país. Caso o Fed [deixasse de atuar](#) como guardião do sistema dólar—um cenário factível, considerando a nomeação de Kevin Warsh para a presidência da autoridade monetária—, muito provavelmente uma corrida contra os instrumentos offshore denominados na moeda seria desencadeada, desestruturando o sistema monetário internacional tal como o conhecemos.

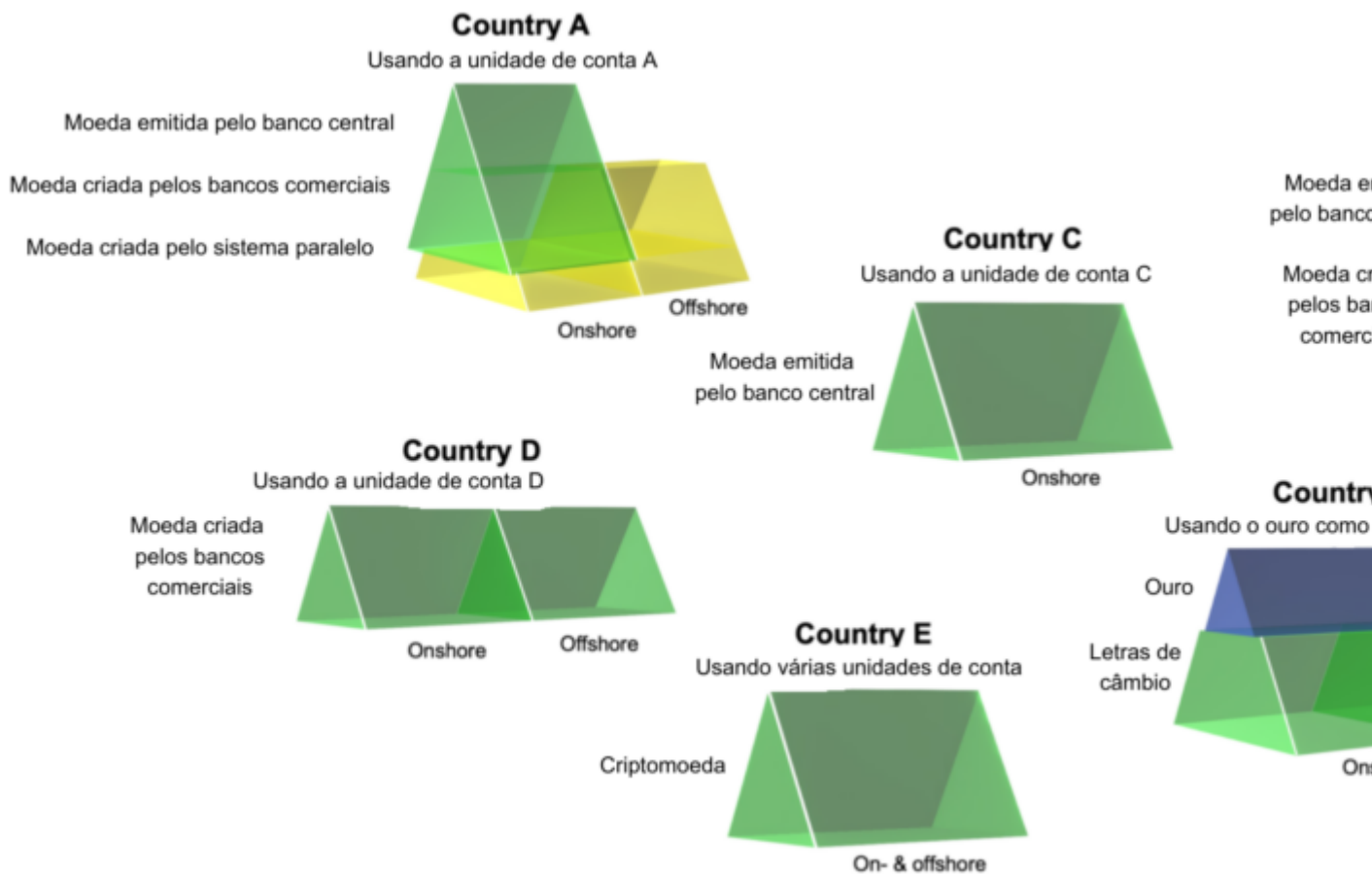
Isso significaria uma radical desestabilização da ordem de moedas, instituições e instrumentos financeiros atualmente existente. Com o fim do Sistema Offshore do Dólar, na ausência de uma estrutura clara para substituí-lo, a situação poderia rapidamente caminhar para a anarquia. Isso agradaria a facção big tech do governo Trump, que almeja uma redução drástica do Estado americano. A eliminação da rede de swap do Federal Reserve seria a versão MAGA da “motosserra”: algo que nem os sonhos mais ambiciosos do DOGE de Elon Musk ousariam cogitar.

O esquema abaixo ilustra as principais características de um futuro no qual uma infinidade de arranjos monetários convivem entre si. Nele, o país A conserva um sistema semelhante ao atual (ainda que com instrumentos de moeda paralela e offshore em quantidade reduzida); o país B retorna a um sistema onshore de regulação nacional semelhante ao da década de 1950, operando somente com moeda criada pelo banco

central e pelos bancos comerciais; o país C adota um sistema totalmente público que existe exclusivamente onshore; e o país D cria um sistema bancário totalmente privado no qual o componente offshore pode ser particularmente forte.

Paralelamente, outro grupo de países explora opções alternativas ao sistema monetário-financeiro existente: o País E, por exemplo, poderia ser uma das “[zonas libertárias](#)” de Quinn Slobodian, adotando um sistema puro de criptomoeda; o país F, regressar ao lastro no ouro; e o país G poderia mergulhar num estado de natureza hobbesiano, no qual a “confiança” que sustenta o sistema monetário teria desaparecido completamente e a economia do escambo teria virado a norma. Nesse caso, o surgimento de novas soluções de pagamento transfronteiriço pode acabar beneficiando as big techs. Em 2019, [a Libra, uma criptomoeda criada pelo Facebook](#), virou manchete com sua tentativa de monetizar a rede social, conectando-a a serviços de pagamento. À época, o projeto foi vetado por órgãos reguladores, mas poderia facilmente ser implementado em um contexto mais anárquico.

Cenário três—Anarquia monetária internacional



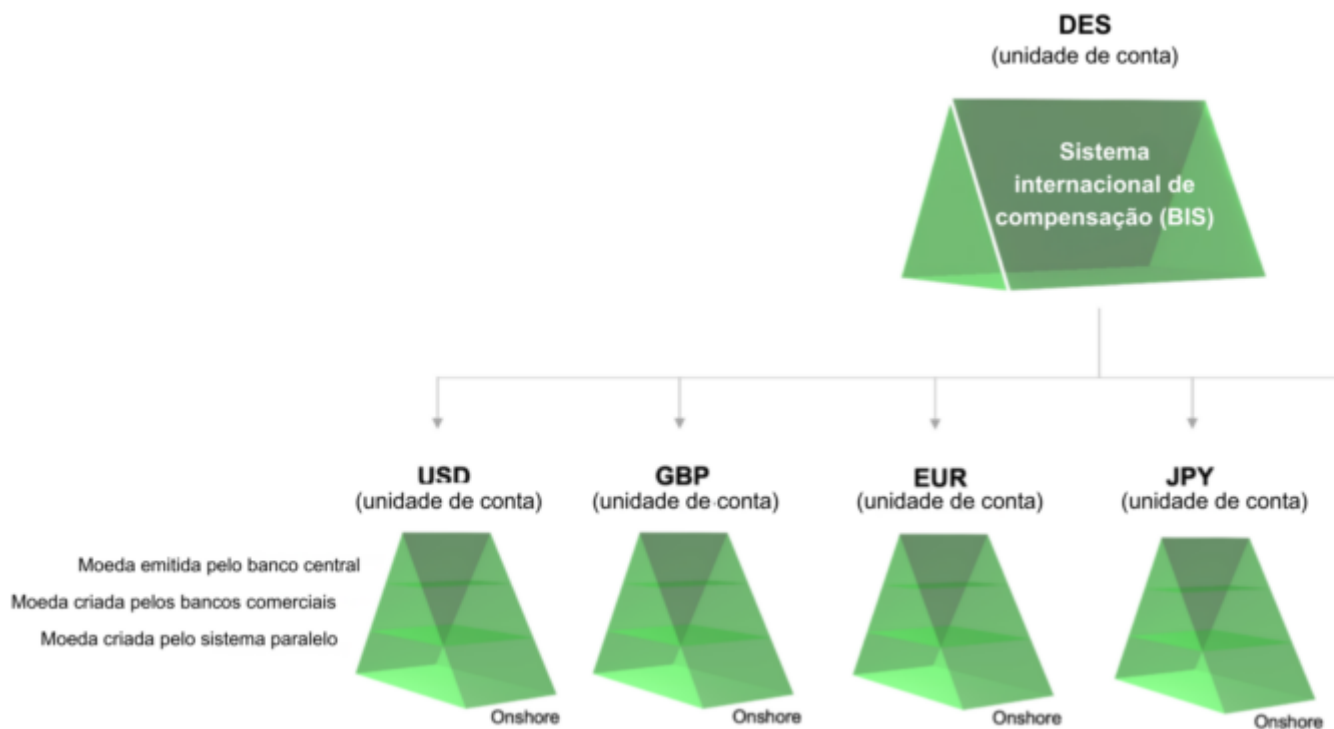
Finalmente, uma crise monetária poderia levar ao quarto cenário: o surgimento de um novo sistema internacional de compensação envolvendo a cooperação transnacional entre tecnocratas da política monetária. A arquitetura desse sistema, naturalmente, suscita todo tipo de especulação. A figura abaixo ilustra um dos possíveis desenvolvimentos, no qual esse novo sistema não implicaria uma ruptura com as instituições existentes. A ideia geral é que, com o colapso da rede de swap e a redução em larga escala do dólar offshore, banqueiros centrais mundo afora se encarregariam de reformular pontos estratégicos do sistema monetário internacional. Isso demandaria transferir a compensação e liquidação de pagamentos internacionais—não mais protegidas pelos EUA, o antigo credor de última instância—para uma instituição internacional. O candidato mais óbvio seria o Banco de Compensações Internacionais (BIS), na Suíça, que já reúne com frequência autoridades monetárias de países diversos para discussões sobre assuntos monetários internacionais. O BIS já atuou como agente técnico e financeiro da [União Europeia de Pagamentos](#), que entre 1950 e 1958 adotava uma unidade de conta própria para operar a compensação e liquidação de pagamentos

transfronteiriços.

Se o BIS fosse administrar um sistema internacional de compensação não lastreado pelo dólar, provavelmente utilizaria como unidade de conta os mesmos [direitos especiais de saque](#) (DES)—uma cesta das principais moedas mundiais—que já emprega internamente. Caso os pagamentos internacionais passassem a ser compensados através do BIS, a criação de moeda offshore em unidades de conta nacionais não seria mais necessária. O escopo das moedas seria novamente restrito a suas respectivas jurisdições monetárias—uma espécie de retorno à [soberania monetária](#) “westfaliana”. Por fim, como uma política monetária centrada no banco central não pode se dar ao luxo de relegar a determinação das taxas de câmbio ao mercado, a volta do câmbio fixo, mas ajustável—como na era de Bretton Woods—também seria provável.

Esse resultado não seria possível sob Trump, que jamais concordaria com tal sistema alternativo (que também não encontraria muito apoio em qualquer parte do atual bloco no poder). Caso o regime MAGA seja substituído por uma administração mais inclinada a reconstruir a ordem global, apoiada por tecnocratas da política monetária dos EUA dispostos a se engajar na cooperação internacional com seus pares, é possível que um projeto dessa natureza ganhe força. Por ora, parece um cenário muito distante.

Cenário quatro—Sistema Internacional de Compensação



BIS: Banco de Compensações Internacionais; EUR: Euro; GBP: Libra esterlina; JPY: Iene japonês; RMB: Renminbi chinês; USD: Dólar americano; XDR: Direitos Especiais de Saque; ZAR: Rand sul-africano.

A defesa de Trump-Miran sobre a necessidade de desvalorização do dólar revela um desconhecimento sobre a dinâmica do sistema monetário global. A tentativa de traduzir políticas nativistas em preceitos monetários ignora a natureza contemporânea do dinheiro, baseado no crédito e, muitas vezes, criado fora do território nacional. O legado desse campo de força ideológico ainda não está claro, mas é bastante provável que o futuro seja marcado por diversas cisões: nacional-populistas apaixonados lutarão por um sistema global menos integrado, na esperança de repatriar empregos industriais; partidários do presidente em Wall Street, por outro lado, defenderão com mais vigor o status quo, na tentativa de salvar justamente a galinha que bota seus ovos de ouro. Possivelmente, libertários do Vale do Silício tentarão promover saídas alternativas de fintech para expandir seu controle sobre as redes globais de pagamentos. Independentemente do cenário, qualquer tentativa de virar o status quo de ponta-cabeça certamente criará mais problemas do que soluções. Ao desmontar uma ordem internacional moldada a seu favor, os Estados Unidos correm o risco de

aprofundar sua própria decadência imperial. No futuro, a nova ordem monetária que impõem ao resto do mundo cobrará seu preço.

Footnotes

1. Ver Steffen Murau e Tobias Pferr, "[What is Money in a Critical Macro-Finance Framework?](#)", *Finance and Society*. 2020; 6(1): 55–66. ([Back](#))
2. Robert McCauley e Catherine Schenk (2020) *Central Bank Swaps Then and Now. Swaps and Dollar Liquidity in the 1960s*, <https://www.bis.org/publ/work851.pdf>([Back](#))
3. Morgan Ricks (2011) *Regulating Money Creation after the Crisis*, , <https://journals.law.harvard.edu/hblr/wp-content/uploads/sites/87/2014/09/Regulating-Money-Creation.pdf>. ([Back](#))
4. Isso é possível por meio da [Facilidade de Recompra para Autoridades Monetárias Estrangeiras e Internacionais](#) (FIMA, na sigla em inglês) do Fed, à qual esses países têm acesso graças ao volume expressivo de títulos do Tesouro americano que podem oferecer como garantia. ([Back](#))