XIX Encontro da Associação Keynesiana Brasileira (AKB) - Aracaju, 2026

Desdolarização e diversificação das reservas internacionais: mudanças e tendências para o Brasil no período recente (2015-2025)

Lucas Santos Marçal[1]
Júlia Leal[2]
Paulo Van Noije[3]

Resumo:

Nos últimos anos, diversos países se empenharam em reduzir a dependência do dólar americano, movimento conhecido como desdolarização e intensificado após o início do conflito entre Rússia e Ucrânia. O dólar consolidou-se como a moeda-chave do Sistema Monetário e Financeiro Internacional que emergiu após o esgotamento de Bretton Woods e, por consequência, possui um privilégio exorbitante, refletido na sua plena autonomia de políticas macroeconômicas e na sua influência global. No entanto, as turbulências geopolíticas e as sanções impostas pelos Estados Unidos provocaram um ambiente de incertezas, levando ao movimento de desdolarização. Um dos reflexos pode ser observado na composição das reservas internacionais dos países e, desta forma, o presente artigo busca investigar os impactos da desdolarização na diversificação das reservas, analisando tais mudanças e tendências a nível internacional e nacional.

Palavras-chave: Desdolarização; reservas internacionais; Brasil.

Abstract:

In recent years, several countries have sought to reduce their dependence on the U.S. dollar, a trend known as de-dollarization that has intensified since the outbreak of the conflict between Russia and Ukraine. The dollar has established itself as the key currency of the International Monetary and Financial System that emerged after the collapse of Bretton Woods and, as a result, enjoys an exorbitant privilege, reflected in United States' macroeconomic policy autonomy and its global influence. However, geopolitical turbulence and sanctions imposed by the United States have created an environment of uncertainty, leading to the de-dollarization movement. One of the effects can be observed in the composition of countries' international reserves; thus, this article aims to investigate the impacts of

[1] Doutorando em Ciência Econômica no Instituto de Economia da UNICAMP (IE-UNICAMP). Pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON-UNICAMP) no eixo de Setor Externo.
[2] Doutora em Economia pela Universidade Federal do Rio Janeiro (PPGE-UFRJ). Pesquisadora dos grupos Financeirização e Desenvolvimento (FINDE-UFF) e Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON-UNICAMP) no eixo de Setor Externo
[3] Professor na Faculdade de Ciências Aplicadas (FCA) da UNICAMP. Pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON-UNICAMP) no eixo de Setor Externo.

de-dollarization on reserve diversification by analyzing trends both for Brazil and at the international level.

Key-words: De-dollarization; international reserves; Brazil.

Área de interesse: Área 6 - Economia Monetária e Financeira e Dinâmica Inflacionária

INTRODUÇÃO

O dólar americano se consolidou como a moeda-chave do Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) que emergiu após o esgotamento de Bretton Woods e, desta forma, ocupa o topo da hierarquia monetária. A centralidade do dólar confere aos Estados Unidos um "privilégio exorbitante", refletido na sua plena autonomia macroeconômica e na influência global. Também são beneficiados com baixos custos de financiamento e podem incorrer em déficits na conta corrente (Eichengreen, 2011). Em contrapartida, as demais moedas ficam com o "fardo compulsório" por não serem completamente conversíveis como o dólar e apresentarem uma relevância marginal para a economia global. Por consequência, seus países emissores são dependentes dos ciclos de liquidez e de altas taxas de juros, fatores que engendram efeitos deletérios na macroestrutura doméstica e na taxa de câmbio (Carneiro e De Conti, 2020).

Não obstante, nos últimos anos, diversos países vêm adotando medidas para reduzir a subordinação ao dólar, movimento conhecido como desdolarização. Em linhas gerais, a desdolarização é entendida como a redução da dependência do dólar em diversas funções, como transações financeiras transfronteiriças, unidade de conta e principal ativo de reserva no SMFI. Cumpre mencionar que este movimento é objeto de frutíferas discussões nos círculos acadêmicos e geopolíticos no momento atual, com destaque para o avanço entre os países do Sul Global, especialmente a partir de 2022, devido às sanções impostas pelos Estados Unidos e países europeus no contexto do conflito entre Rússia e Ucrânia.

Dentro deste quadro, um ponto que deve ser trazido à luz é o papel da denominação monetária das reservas internacionais, intensificado a partir do aumento das incertezas e conflitos globais decorrentes da gestão de Donald Trump, notadamente para a utilização do dólar como arma geopolítica (*weaponization*) para perseguir os interesses americanos com tarifas, bloqueios de reservas e sanções. Nesse contexto, o aumento das reservas em ouro, o avanço da internacionalização da moeda chinesa (renminbi)[4] e a diversificação das moedas na composição global das reservas indicam uma redução gradual da dominância da moeda estadunidense no SMFI.

[4] Sobre a internacionalização da moeda chinesa, ver Eichengreen *et al.* (2024).

Isto posto, o objetivo do presente artigo é analisar as mudanças e tendências na composição monetária das reservas internacionais, a nível global e nacional, assim como abordar os determinantes de tais mudanças, como os efeitos de volume (compras e vendas) e de preço (principalmente flutuações cambiais). Argumenta-se, assim, que o movimento global de diversificação das reservas internacionais em curso é acompanhado por um processo gradual e moderado de desdolarização. Através de uma comparação entre os dados globais e brasileiros, analisando-se os determinantes das mudanças na composição, duas interpretações são colocadas: (i) o aumento da participação do ouro e do renminbi são mais expressivos para a economia brasileira do que a nível mundial, sinalizando para uma possível mudança específica no Sul Global; e (ii) os efeitos de preço, em especial a valorização do ouro e a desvalorização do dólar, exercem centralidade na determinação da composição das reservas internacionais, não obstante a atuação dos bancos centrais na gestão estratégica destas.

Além desta introdução, o artigo está dividido em quatro seções. Na primeira seção, discute-se o processo de desdolarização em curso, destacando suas múltiplas dimensões e implicações. Na segunda seção, será analisado o papel das reservas internacionais e sua importância para as economias nacionais. Na terceira e quarta seções, serão analisadas as modificações na composição das reservas na conjuntura internacional e no Brasil, respectivamente. Por fim, as considerações finais irão sintetizar os argumentos apresentados.

1. (DES) DOLARIZAÇÃO COMO UM FENÔMENO MULTIDIMENSIONAL

A estrutura assimétrica do SMFI produz uma hierarquização das moedas nacionais, isto é, ocupam lugares distintos em função da sua capacidade de exercer as funções básicas (meio de troca, unidade de conta e reserva de valor) além de seu território de origem. O dólar americano ocupa o topo da hierarquia, visto que é a principal unidade monetária e consegue atuar em todas as funções na esfera internacional. Abaixo, encontram-se as moedas centrais, que desempenham as funções internacionalmente, mas em uma escala muito menor. Sua atuação é relativamente significativa, porém, não detêm o status do dólar. Já na base da hierarquia estão as moedas periféricas, cujo prêmio de liquidez é muito baixo e seus países emissores compartilham algumas características como dependência de altas taxas de juros, alta volatilidade cambial e macroestrutura doméstica instável (De Conti *et al.*, 2014; Fritz *et al.*, 2018).

Sob um SMFI assimétrico, definido pela hieraquia monetária, enquanto as moedas centrais cumprem todas - ou a maior parte dessas funções - as moedas periféricas são internacionalizadas na forma de investimento de curto prazo, isto é, os investidores buscam lucros através de operações especulativas denominadas nestas moedas, como por exemplo, operações de *carry trade*, cujo retorno está vinculado ao diferencial de juros (Orsi, 2019).

A partir das funções básicas da moeda, Cohen (1971) mostra, através de uma diferenciação entre os usos privado e público, que a moeda pode exercer até seis funções no âmbito internacional. Como meio de troca, no nível privado, a moeda é utilizada como moeda veicular e/ou liquidação comercial. O uso público ocorre quando as autoridades monetárias utilizam moedas estrangeiras para intervir nos mercados de câmbio. Sobre a função unidade de conta, os agentes privados escolhem determinada moeda para denominar seus contratos e faturar operações comerciais. Já o uso público representa a moeda utilizada como âncora da taxa de câmbio. Enquanto reserva de valor, o uso privado ocorre na forma de moeda de investimento e, o uso público, na forma de reservas cambiais.

Segundo Guttman (2021), a arquitetura do SMFI em torno de uma moeda dominante resulta de um processo histórico de relações de poder geopolítico e organizações supranacionais. A dolarização do SMFI, nesse sentido, refere-se à dominância do dólar americano nas principais funções monetárias a nível global, especificamente a partir da formação do SMFI após o esgotamento de Bretton Woods, e que prevalece até o contexto vigente de globalização financeira, caracterizada pelo padrão dólar-flexível, financeiro e fiduciário. Vê-se, portanto, que a estratégia de internacionalização do dólar foi caracterizada por uma intencionalidade política com foco no domínio global, decorrente das ações norte-americanas desde Bretton Woods.

O avanço da globalização financeira e a consequente maior mobilidade de capitais foram cruciais nesse processo, igualmente à influência exercida por instituições como o Fundo Monetário Internacional (responsável por fornecer empréstimos em dólar para outras nações) e o Banco Mundial (responsável por ajudar na recuperação dos países europeus no pós-guerra). No âmbito do Consenso de Washington, estes órgãos encorajaram a inserção das economias periféricas no processo de globalização financeira, exigindo a adoção de uma agenda liberalizante como contrapartida para a reestruturação da dívida externa, decorrente do Plano Brady.

Para Pradhan *et al.* (2026), autores ligados ao *Bank of International Settlements* (BIS), ainda que sob bases frágeis, a supremacia do dólar exibe um comportamento de “ondas” desde os anos 1960, analisando-se a denominação monetária dos Títulos de Dívida

Internacionais (*International Debt Securities*, cuja sigla em inglês é IDS). Na mesma linha, economistas do Federal Reserve, como Bertaut *et al.* (2025), argumentam, por meio de um índice de uso internacional das moedas[5], que o dólar permanece no topo, mesmo com Europa e China respondendo por parcelas significativas do Produto Interno Bruto (PIB) e do comércio mundial.

Por outro lado, o presente século é marcado pela redenção parcial do pecado original (*original sin*), isto é, a incapacidade histórica de economias emergentes se endividarem externamente na própria moeda (Eichengreen *et al.*, 2005). Novamente, o trato metodológico condiciona os resultados, conforme discute Marçal (2026), porém, o fato concreto é um desenvolvimento dos mercados de títulos soberanos em moeda doméstica sobretudo no mercado interno, sinalizando para uma redução da dependência do dólar, não obstante sua limitação em termos de países e mercados.

Onen *et al.* (2023) apontam para a participação crescente e de longo prazo de títulos soberanos em moeda doméstica, para a atuação de investidores estrangeiros nos mercados de títulos e em moeda local e, adicionalmente, para a maior presença desses ativos denominados em moeda doméstica nos portfólios de títulos soberanos. De maneira semelhante, autores como Noije e De Conti (2016) e Rosa e Biancarelli (2024), discutem a desdolarização dos passivos externos brasileiros e seus efeitos positivos para a vulnerabilidade externa do país, visto que, em 2025, cerca de 60% do passivo e 25% da dívida externa estavam denominados em reais.

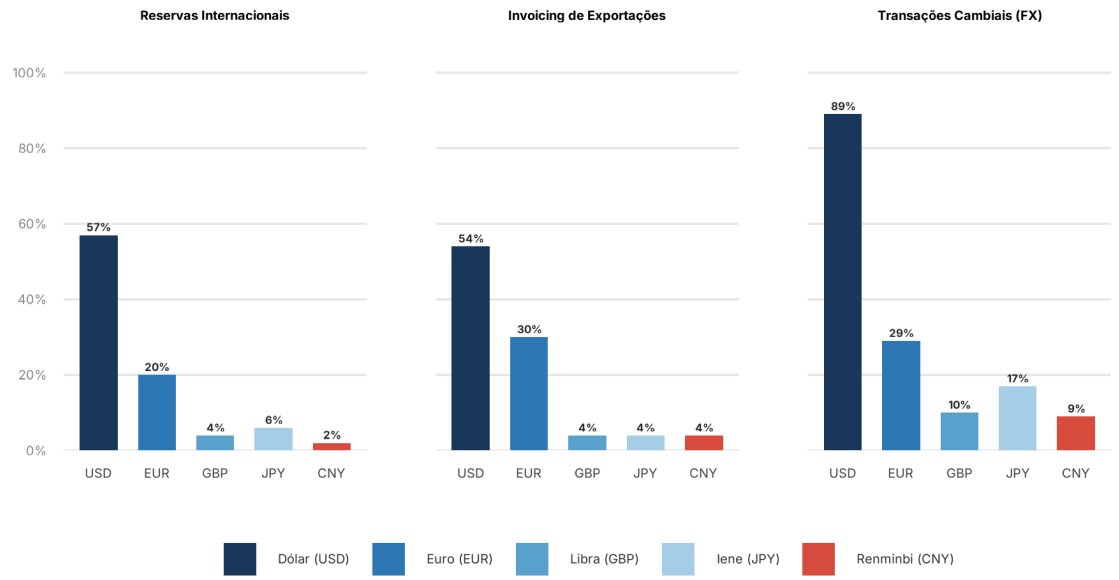
Isso implica que o processo de desdolarização em curso atue simultaneamente sobre essas dimensões, de modo a gestar alternativas que façam frente, de forma líquida, à função do dólar enquanto reserva de valor. Essa tarefa, entretanto, é árdua, considerando a existência de efeitos de externalidade no uso das moedas, a maior profundidade dos mercados financeiros em dólares e o tensionamento geopolítico na disputa da hegemonia. As iniciativas do BRICS+ servem como ilustração desse embate, no sentido em que buscam contornar o dólar propondo relações comerciais nas moedas locais e novas formas de gerir as reservas internacionais (De Conti, 2025).

Diante do exposto, no Gráfico 1 é apresentado um panorama da dominância do dólar em 2026, utilizando os dados *Dollar Dominance Monitor*, fornecidos pelo *Atlantic Council*.

[5] O *index of international currency usage* é uma média ponderada da participação das moedas em elementos-chave da economia global: reservas internacionais (25%), volume de transações cambiais (25%), emissão de dívida em moeda estrangeira (25%), ativos bancários internacionais em moeda estrangeira (12,5%) e passivos bancários internacionais em moeda estrangeira (12,5%). Ao final de 2024, o dólar americano tinha um índice de 64,9%, seguido pelo euro com 23,9%, enquanto a moeda chinesa correspondia a somente 3,1% (Bertaut *et al.*, 2025).

São elencados três critérios para ordenar as moedas, sendo eles: a representatividade nas reservas internacionais globais, a denominação das exportações e a participação nas transações cambiais. Ainda que não forneça uma evolução histórica, fundamental para analisar o fortalecimento/enfraquecimento do dólar, os dados evidenciam o ainda pujante protagonismo da moeda americana:

GRÁFICO 1 - Participação de moedas selecionadas nas reservas internacionais, exportações e transações cambiais (2026)



Fonte: *Atlantic Council.* Elaboração própria.
Nota 1: Moedas selecionadas: dólar americano, euro, libra, iene e renminbi.
Nota 2: Como as transações com câmbio são feitas utilizando duas moedas, o somatório das participações individuais é de 200%.
Nota 3: O *Dollar Dominance Monitor* combina diversos conjuntos de dados e indicadores como o uso internacional do dólar como moeda de reserva internacional, no comércio internacional, nos pagamentos internacionais, em transações de câmbio, entre outros.

Observa-se que 54% das exportações mundiais são denominadas em dólar e, mais importante ainda, 89% das transações cambiais passam por essa moeda. Em relação às reservas internacionais, apesar do valor elevado de 57%, a participação do dólar vem caindo nos últimos anos, conforme será demonstrado com maior profundidade na terceira seção. Além disso, ao observar a China, chama atenção a não correspondência entre a concretude da economia chinesa (em termos de sua importância no comércio mundial e desenvolvimento econômico e tecnológico) e a arquitetura financeira internacional, haja vista a influência ínfima do país na denominação de exportações (4%), transações (9%) e reservas (2%).

A prevalência do dólar no topo da pirâmide monetária, conforme mostra o gráfico acima, reforça a natureza multidimensional de sua dominância monetária, visto que suas múltiplas dimensões se entrelaçam e condicionam umas às outras. O processo de desdolarização, nesse sentido, é não linear e ainda gradual e incipiente, seja por qual métrica se investigue, o que não significa, entretanto, que questionamentos e alternativas para o SMFI passem despercebidos. Uma ilustração desse argumento pode ser vista na literatura, no que tange aos títulos internacionais de dívida e o fenômeno contemporâneo de redenção parcial do pecado original. Se, por um lado, cresceu nos últimos anos a emissão de títulos soberanos em moeda local, os títulos de dívida internacionais e os principais preços continuam sendo denominados em dólar (Eichengreen *et al.*, 2023; Pradhan *et al.*, 2026; Marçal, 2026).

Outro elemento importante, e objeto central do presente artigo, refere-se às reservas internacionais. Em razão de seu papel enquanto ativo de segurança dos bancos centrais, a composição monetária dessas reservas reflete as decisões de gestão estratégica dessas instituições voltadas para à preservação dos interesses nacionais, bem como estão sujeitas a flutuações de preço que não dependem diretamente dessas decisões. Ademais, a discussão acerca das reservas internacionais implica questionar um dos fundamentos centrais da hegemonia do dólar, isto é, sua primazia enquanto reserva da riqueza mundial por excelência e *safe heaven* nos momentos de grande incerteza. Logo, a desdolarização e diversificação das reservas internacionais configuram uma das dimensões mais sensíveis e visíveis da dominância do dólar nos dias atuais e, por isso, serão tratadas em profundidade nas próximas seções.

Por fim, em relação às implicações desta dominância para economias emergentes, destaca-se a contínua necessidade de geração de divisas para honrar os compromissos externos, a manutenção de descasamentos monetários (*currency mismatch*) nos balanços dos agentes e risco de *default*, a exposição aos interesses geopolíticos norte-americanos no acesso aos sistemas de pagamentos internacionais (conforme a exclusão da Rússia do sistema SWIFT no âmbito do conflito com a Ucrânia) e o reduzido espaço de política macroeconômica (*policy space*), cuja condução considera o ajustamento das contas externas, muitas vezes em detrimento de objetivos domésticos como geração de pleno emprego e renda.

Em síntese, a desdolarização diz respeito à redução da dependência do dólar em múltiplas dimensões - denominação de preços e contratos, transações cambiais e ativos de reserva. Em que pese a manutenção do protagonismo do dólar em todas as dimensões e dada a centralidade keynesiana da função reserva de valor, as modificações na composição

monetária das reservas internacionais globais coloca em disputa a principal força da hegemonia do dólar - seu caráter de reserva de valor da riqueza mundial. Assim, as próximas seções tratam sobre as reservas internacionais, em especial as mudanças em sua composição monetária no período recente (2015-2025) a nível global e nacional. Como se verá, não somente fatores geopolíticos e interesses estratégicos dos bancos centrais e Estados Nacionais condicionam esses movimentos, mas também efeitos de preço (*valuation effects*) alteram a configuração dos portfólios dos ativos de reserva.

2. RESERVAS INTERNACIONAIS: CONCEITO, CONTABILIZAÇÃO, VARIAÇÕES DE VALOR E IMPORTÂNCIA PARA AS ECONOMIAS NACIONAIS

As reservas internacionais ocupam posição central na arquitetura financeira de qualquer economia inserida no SMFI. Para além de sua função contábil no balanço de pagamentos e na Posição Internacional de Investimentos, elas exercem um papel estratégico multidimensional, abrangendo desde a estabilização macroeconômica até a sinalização de credibilidade aos mercados financeiros globais. Compreender seu conceito, sua metodologia de contabilização, os fatores que determinam suas variações de valor e suas funções no plano da política econômica é, portanto, condição indispensável para a análise da vulnerabilidade externa dos países e para a formulação de políticas econômicas consistentes. Mais especificamente, o artigo se propõe a investigar as mudanças e tendências na composição monetária das reservas internacionais a nível global e nacional, analisando as implicações dessas transformações.

As reservas internacionais constituem um dos principais instrumentos de política econômica e financeira das economias contemporâneas. Em termos gerais, correspondem ao conjunto de ativos externos sob controle das autoridades monetárias — normalmente os bancos centrais — destinados a garantir liquidez internacional, promover estabilidade cambial, assegurar capacidade de pagamento externo e reforçar a confiança dos agentes econômicos na solvência internacional do país. Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), as reservas internacionais são “ativos externos prontamente disponíveis e controlados pelas autoridades monetárias para financiamento de desequilíbrios do balanço de pagamentos, intervenção nos mercados cambiais e outros propósitos correlatos” (FMI, 2009, p. 111).

Conforme o manual *Balance of Payments and International Investment Position Manual – BPM6*, os ativos de reserva devem estar imediatamente disponíveis para utilização

pelas autoridades monetárias em situações de necessidade, especialmente em momentos de crise cambial ou restrição de liquidez internacional (FMI, 2009). As reservas internacionais são, portanto, compostas por ativos financeiros de elevada liquidez e baixo risco. Em termos de sua composição, aspecto central para a atual pesquisa, encontram-se depósitos em moeda estrangeira, títulos públicos emitidos por governos estrangeiros, ouro monetário, Direitos Especiais de Saque (DES) e posições de reserva junto ao FMI. A atual pesquisa pretende analisar como essa composição vem sendo alterada no período entre 2015 e 2025, tanto para a economia doméstica, quanto para a economia internacional.

No caso brasileiro, o Banco Central do Brasil (BCB) define as reservas internacionais como ativos em moeda estrangeira sob controle da autoridade monetária destinados a aumentar a segurança da economia diante de choques externos e garantir capacidade de intervenção no mercado cambial (BCB, 2023). A partir dos anos 2000, o Brasil passou por um intenso processo de acumulação de reservas internacionais, impulsionado pelo crescimento das exportações, pelos superávits comerciais e pelo ingresso de capitais estrangeiros.

Do ponto de vista contábil, as reservas internacionais integram o ativo externo do banco central e são registradas em seu balanço patrimonial. Além disso, aparecem no balanço de pagamentos, sobretudo na conta financeira, refletindo as operações realizadas pela autoridade monetária com ativos externos. Quando o banco central compra dólares no mercado cambial doméstico, ocorre aumento das reservas internacionais e expansão dos ativos externos do setor público. Em contrapartida, há emissão de moeda doméstica ou ampliação de passivos internos. Segundo Mishkin (2016), as intervenções cambiais alteram simultaneamente a composição dos ativos e passivos monetários da autoridade monetária.

Além do balanço de pagamentos, as reservas internacionais também são contabilizadas na Posição Internacional de Investimentos (PII), indicador que registra o estoque de ativos e passivos financeiros externos de um país em determinado momento do tempo. Conforme o BCB (2024), a PII permite avaliar a posição credora ou devedora da economia nacional perante o resto do mundo. Nesse contexto, as reservas internacionais aparecem como parte dos ativos externos da economia, na rubrica denominada “ativos de reserva”.

A contabilização das reservas internacionais segue normas internacionais padronizadas estabelecidas pelo FMI. Os ativos são registrados a preços de mercado e convertidos para uma moeda de referência, geralmente o dólar dos Estados Unidos. Dessa forma, o valor das reservas pode variar mesmo sem operações efetivas de compra ou venda

de ativos. Segundo o BPM6, alterações nos preços dos ativos financeiros internacionais, oscilações cambiais e mudanças no preço do ouro monetário podem provocar significativas "mudanças de valuation" no estoque total das reservas (FMI, 2009). Neste sentido, para a atual pesquisa é importante o debate sobre os determinantes do valor das reservas internacionais, que podem variar por múltiplos canais, que se dividem em variações por fluxo e variações na valoração dos estoques.

No que concerne às variações por fluxo, a principal causa é a atuação do banco central no mercado de câmbio: quando a autoridade monetária compra moeda estrangeira para evitar a apreciação excessiva da moeda doméstica, as reservas aumentam; quando vende divisas para conter uma depreciação abrupta, as reservas diminuem. Além das intervenções cambiais, um superávit persistente em transações correntes — como o observado em países exportadores de commodities ou com elevado saldo comercial — tende a gerar acumulação de reservas, ao passo que déficits estruturais em conta corrente produzem o efeito contrário. Operações de emissão de dívida soberana no exterior elevam as reservas no momento do ingresso dos recursos, enquanto o pagamento de amortizações e juros da dívida externa as reduz. Adicionalmente, o FMI pode realizar alocações gerais de Direitos Especiais de Saque (DES) aos países-membros, o que eleva automaticamente as reservas internacionais sem contrapartida de fluxo comercial ou financeiro.

No que se refere às variações das reservas internacionais por valoração, três fatores se destacam. O primeiro diz respeito às oscilações cambiais: como as reservas são compostas por múltiplas moedas, variações nas taxas de câmbio entre essas moedas afetam o valor total das reservas quando expresso em uma moeda de referência, geralmente o dólar norte-americano. O segundo fator é a variação no preço do ouro monetário, que é contabilizado a preço de mercado; oscilações no preço internacional do ouro — determinadas por fatores como aversão ao risco global, inflação e política monetária dos países desenvolvidos — impactam diretamente o valor das reservas dos países que mantêm ouro em sua carteira. O terceiro fator refere-se às variações nas taxas de juros dos países centrais: títulos soberanos estrangeiros de alta liquidez, como os *Treasury bonds* norte-americanos, compõem parcela relevante das reservas de muitos países, e uma alteração das taxas de juros de mercado modificam o valor de mercado desses títulos em carteira.

A função mais imediata das reservas internacionais, no plano de sua importância para as economias nacionais, é a de instrumento de intervenção no mercado cambial. Do ponto de vista macroeconômico, as reservas internacionais desempenham papel estratégico na redução da vulnerabilidade externa das economias nacionais. Em contextos de crise financeira

internacional, fuga de capitais ou deterioração das contas externas, as reservas funcionam como mecanismo de proteção capaz de garantir liquidez internacional e estabilizar o mercado cambial.

Conforme argumenta Eichengreen (2011), a acumulação de reservas internacionais por países emergentes intensificou-se após as crises financeiras dos anos 1990 como forma de "auto-seguro" diante da volatilidade financeira internacional, enquanto Obstfeld *et al.* (2010) argumentam que os bancos centrais frequentemente recorrem às reservas para suavizar movimentos excessivamente voláteis da taxa de câmbio — prática conhecida na literatura como *dirty floating* ou flutuação suja —, evitando que oscilações abruptas contaminem o nível de preços domésticos e as expectativas dos agentes econômicos.

Ademais, as reservas internacionais também exercem importante função na construção da credibilidade externa dos países. Elevados níveis de reservas tendem a reduzir a percepção de risco soberano, ampliar a confiança dos investidores internacionais e facilitar o acesso ao financiamento externo. Além disso, fortalecem a autonomia da política econômica nacional, reduzindo a dependência de empréstimos emergenciais de organismos internacionais em períodos de crise. Segundo Stiglitz (2010), a posse de reservas robustas amplia a capacidade dos países emergentes de enfrentar choques externos sem necessidade imediata de programas de ajuste econômico impostos por instituições multilaterais.

As reservas internacionais desempenham, ainda, um papel relevante no financiamento do comércio exterior. A métrica tradicional de adequação de reservas baseada na cobertura de importações — que recomenda a manutenção de um estoque equivalente a, no mínimo, três meses de importações — reflete exatamente essa função: garantir que o país possa continuar importando bens e serviços essenciais, incluindo insumos produtivos e alimentos, mesmo em períodos de deterioração das receitas de exportação ou de restrição ao crédito comercial internacional (FMI, 2009; Eichengreen, 2011). Para países altamente dependentes de importações de energia, alimentos ou insumos industriais, essa função assume caráter ainda mais crítico, pois interrupções no fluxo de importações podem ter efeitos imediatos sobre a produção e o bem-estar da população.

Entretanto, a manutenção de grandes volumes de reservas internacionais também envolve custos econômicos relevantes. Parte significativa desses recursos é aplicada em ativos financeiros seguros, porém de baixa rentabilidade, como títulos do Tesouro dos Estados Unidos. Ao mesmo tempo, as operações de compra de divisas podem exigir políticas de esterilização monetária com custos fiscais associados. Dessa forma, o debate acadêmico

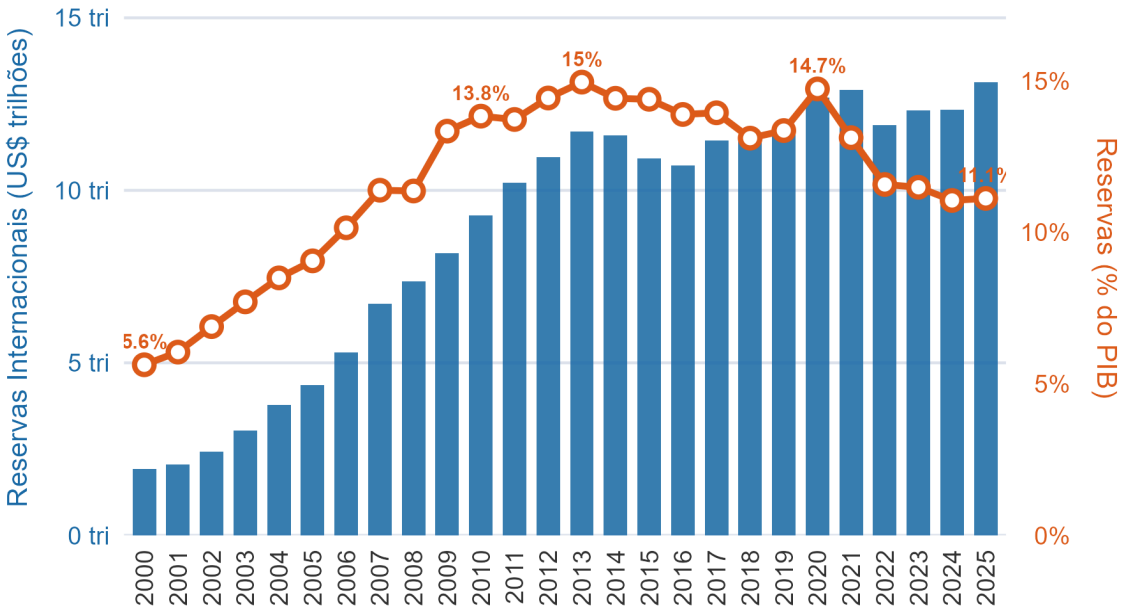
frequentemente discute o nível ótimo de reservas internacionais necessário para equilibrar segurança financeira e custos econômicos (Eichengreen, 2011; BCB, 2023).

Em síntese, as reservas internacionais representam ativos estratégicos administrados pelas autoridades monetárias com o objetivo de assegurar liquidez externa, estabilidade cambial e confiança nos mercados financeiros. Sua contabilização ocorre no balanço de pagamentos, no balanço patrimonial do banco central e na Posição Internacional de Investimentos (PII), seguindo normas internacionais padronizadas estabelecidas pelo FMI. O valor das reservas pode variar em decorrência de variações nos fluxos, como nas intervenções cambiais, ou nos processos de alteração na valoração, como as oscilações nos preços dos ativos financeiros, variações cambiais entre moedas internacionais e rendimentos das aplicações externas. Para as economias nacionais, especialmente as emergentes, as reservas internacionais constituem instrumento fundamental de estabilidade macroeconômica, redução da vulnerabilidade externa e fortalecimento da soberania econômica. Nas próximas seções são analisadas as modificações na composição das reservas na conjuntura internacional e no Brasil.

3. O PAPEL DAS RESERVAS NA CONJUNTURA INTERNACIONAL

Conforme discutido na seção anterior, as reservas internacionais cumprem função ímpar no ajustamento das contas externas dos países e suavizam os efeitos de crises financeiras no exterior sobre as variáveis macroeconômicas domésticas, como inflação, produto e emprego. Assim, a manutenção de um estoque robusto de reservas internacionais configura um colchão de segurança aos *policy makers*. Utilizando os dados disponíveis pelo FMI, é possível notar que, no presente século, o volume das reservas internacionais globais saltou de US$1,93 trilhão, em 2000, para US$13,14 trilhões, ao final de 2025 - um crescimento de mais de 580%, o qual se concentrou sobretudo na primeira década dos anos 2000, quando houve crescimento de cerca de 380%. Em relação ao PIB mundial, em 2000, as reservas internacionais correspondiam a 5,6% do PIB, atingiram 15% em 2013 e desaceleraram a partir de 2020 (14,7%), fechando 2025 em 11,1%. O gráfico 2 ilustra essas informações.

Gráfico 2 - Reservas internacionais globais totais (em US$ trilhões e em % do PIB)



Fonte: COFER/FMI e WEO/FMI. Elaboração própria.
Notas 1: Não inclui reservas em ouro.

Adicionalmente, torna-se necessário investigar a composição monetária desse estoque. Em consonância com o que foi argumentado nas seções iniciais, o SMFI é hierarquicamente ordenado em torno de uma moeda-chave, o dólar americano, e a composição das reservas segue esse padrão na denominação de títulos e depósitos em diferentes moedas, além de instrumentos como os Direitos Especiais de Saque (DES) do FMI. No que tange à composição monetária das reservas, a mais ampla base de dados sobre o objeto é a *Currency Composition Official Foreign Exchange Reserves* (COFER), disponibilizada pelo FMI, que mede as parcelas em dólar americano, euro, renminbi, iene, libra, dólar australiano, dólar canadense e franco suíço, além da categoria "outras moedas". Entretanto, os ativos de reserva são integralmente reportados em dólar e, com isso, o estoque de reservas internacionais pode variar tanto em função de operações de compra e venda, como devido a efeitos de valorização/desvalorização de preços.

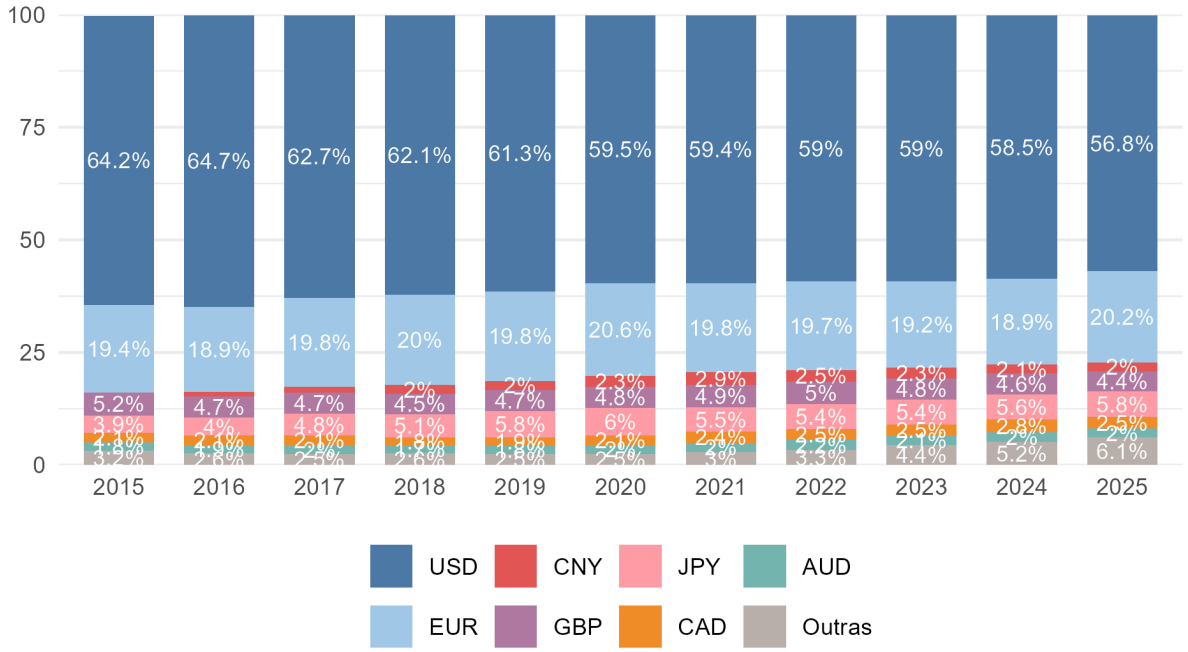
Sob esse prisma, o FMI (2026) manifestou apoio à moeda estadunidense, argumentando que a perda de espaço do dólar nas reservas globais, no ano de 2025, está associada às flutuações cambiais, haja vista a performance negativa do índice DXY (que mede o comportamento do dólar contra outras moedas centrais). Nesse sentido, houve uma queda de 10% no primeiro semestre, bem como uma depreciação em relação ao euro e ao franco suíço de mais de 10,6% e 11%, respectivamente. Portanto, de acordo com o FMI, não houve uma desdolarização a partir das reservas, uma vez que as modificações de composição estiveram relacionadas sobretudo aos movimentos cambiais.

Em uma visão expandida, o gráfico 3 evidencia a composição monetária das reservas internacionais globais entre 2015 e 2025, utilizando dados da COFER. Nos últimos dez anos, a participação do dólar americano caiu de 64,2%, em 2015, para 56,8%, em 2025. Outras moedas centrais, como o euro e o iene, tiveram crescimento de 19,4% para 20,2% e de 3,9% para 5,8%, respectivamente. De igual modo, cresceram as participações em renminbi, de 0% para 2%, e na rúbrica "outras moedas", saltando de 3,2% para 6,1%.

Portanto, nota-se uma diversificação na composição das reservas internacionais no sentido da ampliação da participação das moedas não centrais (na categoria "outras moedas") e do continente asiático (iene e renminbi). Já o gráfico 4 apresenta as reservas internacionais globais denominadas em ouro, que não são contabilizadas pela COFER, podendo ser encontradas na *International Financial Statistics* (IFS), outra base de dados disponibilizada pelo FMI.

Resumidamente, não obstante a preservação do protagonismo do dólar nas reservas, observa-se em curso um processo gradual de diversificação dos ativos de reserva que busca reduzir a dependência da moeda americana, haja vista os elementos geopolíticos já discutidos anteriormente. Ainda que incipiente, a moeda chinesa e uma gama de "outras moedas" ganham espaço nos portfólios de reservas dos países, assim como a moeda japonesa, movimento este que, apesar de limitado em volume e percentual, não passa despercebido no âmbito dos questionamentos à hegemonia norte-americana e ao fortalecimento do bloco econômico asiático.

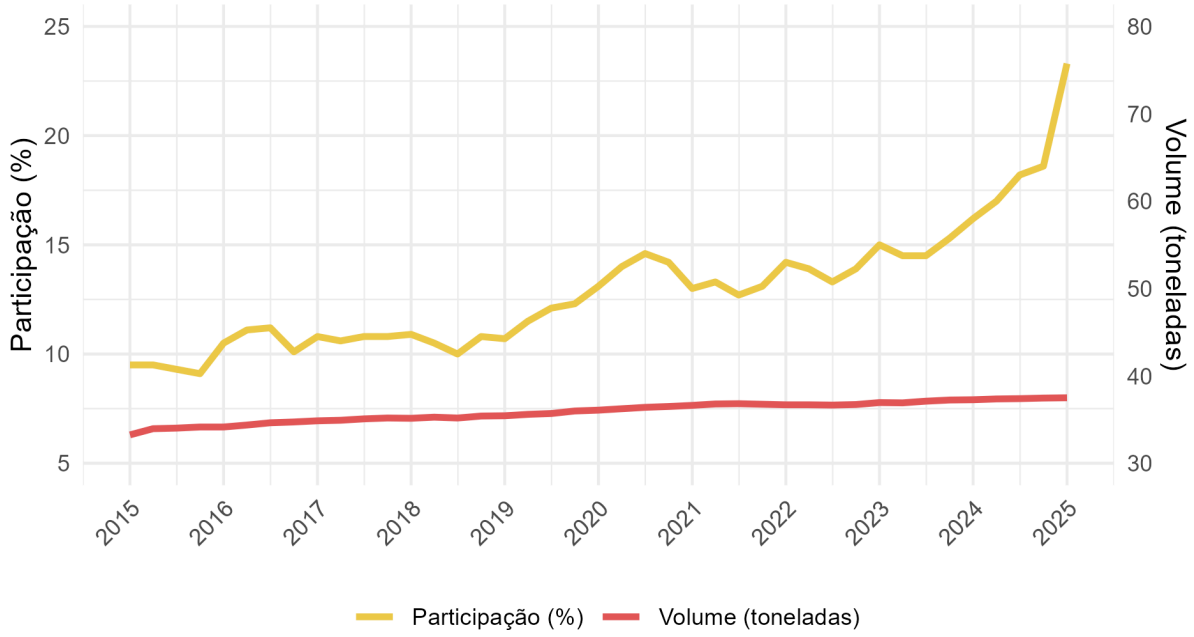
Gráfico 3 - Composição monetária das reservas internacionais globais - em % (2015-2025)



Fonte: COFER/FMI. Elaboração própria.

Nota-se que a composição apresentada no Gráfico 3 não inclui o ouro metálico, uma vez que este não é contabilizado na COFER, mas sim na base *International Financial Statistics*, também fornecida pelo FMI. O gráfico 4 mostra os dados referentes à participação do ouro nas reservas internacionais globais, no período entre 2015 e 2025. Observa-se, à luz de seu volume em toneladas, que a presença do ouro nas reservas internacionais aumentou nos últimos dez anos. Em períodos como 2018-2020 e 2023-2025, a participação percentual do metal acelerou, indicando efeitos associados à valorização do preço do ativo, e não propriamente um processo de substituição das moedas em direção ao ouro, conforme amplamente veiculado pela mídia no final de 2025. Caso tal movimento estivesse efetivamente em curso, seria esperado um crescimento mais expressivo do volume do metal nas reservas.

Gráfico 4 - Participação do ouro nas reservas internacionais globais - em % e toneladas (2015-2025)



Fonte: *International Financial Statistics* (IFS/FMI). Elaboração própria.
Notas: Dados trimestrais.

Vale ressaltar que o aumento da participação do ouro está associado a efeitos de preço, e não por modificações concretas em seu volume, mensurado em onças troy e toneladas. Dessa maneira, um elemento central a se depreender é que o dólar apresentou um movimento de desvalorização em relação ao ouro e a outras moedas centrais, refletindo uma possível diminuição do poder da moeda americana. Ao discutir os efeitos do câmbio sobre as reservas, o FMI (2026) também atribui às flutuações de preço (câmbio) a responsabilidade pelas modificações na composição das reservas, desconsiderando, entretanto, o papel estratégico e a atuação dos bancos centrais na gestão das reservas internacionais, o qual considera tanto os preços de mercado dos ativos, quanto os interesses nacionais dos países. Uma ilustração desse argumento é apresentada na próxima seção, que aborda as reservas internacionais brasileiras no período recente. Nesse sentido, o objeto central da discussão é em que medida a configuração global das reservas se reflete para o caso brasileiro.

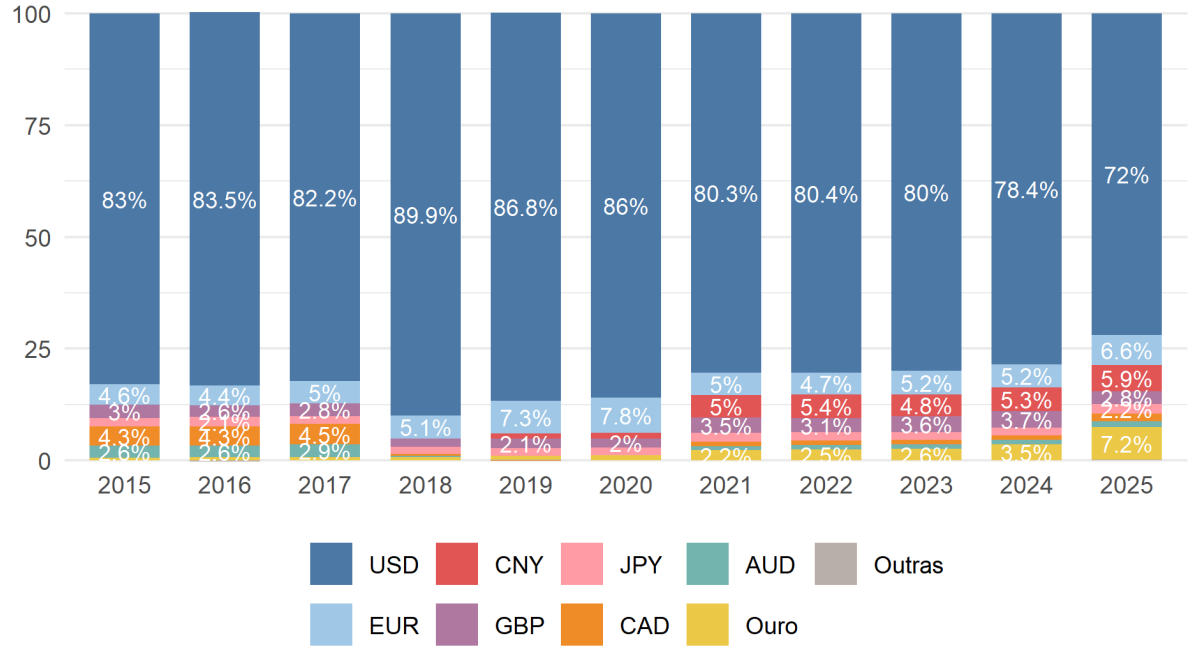
4. BRASIL: MUDANÇAS E TENDÊNCIAS RECENTES NAS RESERVAS INTERNACIONAIS

O Banco Central do Brasil (BCB), órgão responsável pela administração das reservas internacionais brasileiras, adotou nos últimos anos uma estratégia de diversificação dos ativos de reserva, especialmente no que tange sua denominação monetária, com vistas a reduzir a dependência da moeda americana. Em 2021, os dólares canadenses e australianos foram reincorporados e ampliados no portfólio brasileiro, além do aumento das participações do renminbi (saltando de 1,21%, em 2020 para 5%, em 2021) e do ouro (cuja expansão foi de 1,19% para 2,25%, no mesmo período). Nesse sentido, o compromisso explícito de diversificação foi ratificado no último "Relatório de Gestão das Reservas Internacionais", publicado pelo BCB.

> Em 2025, atento ao aumento de incertezas econômicas e geopolíticas, e com o intuito de reforçar aspectos de segurança e liquidez, o BC ampliou a diversificação na composição das reservas em sua revisão anual da carteira de referência. Na distribuição por moedas, instrumentos denominados em won sul-coreano foram incluídos no portfólio e, entre outras movimentações, houve incremento nas posições em ouro, euro e renminbi (BCB, 2026, p. 17).

O gráfico 5 mostra que, em 2018, a participação do dólar alcançou cerca de 90% das reservas brasileiras, seguido pelo euro com 5% e parcelas bem mais baixas de outras moedas centrais, como a libra e o iene. No entanto, a partir de 2020, inicia-se um movimento de diversificação do portfólio, reduzindo a presença do dólar e do euro e ampliando a participação do renminbi e do ouro, alcançando, respectivamente, 5% e 2,2% do total. Ao final de 2025, tal cenário se consolida com o dólar correspondendo a 72% (queda de 14% em relação a 2020) e euro a 6,6%, enquanto a moeda chinesa e o ouro metálico responderam por 5,9% e 7,2%, respectivamente. Ainda assim, a nível nacional, o protagonismo do dólar é muito mais acentuado do que mundialmente (conforme apresentado no gráfico 3). Mesmo distante da moeda estadunidense, o renminbi já supera outras moedas centrais, como a libra e o iene, se aproximando da parcela do euro nas reservas brasileiras. Ademais, o ouro já é o segundo componente mais relevante das reservas.

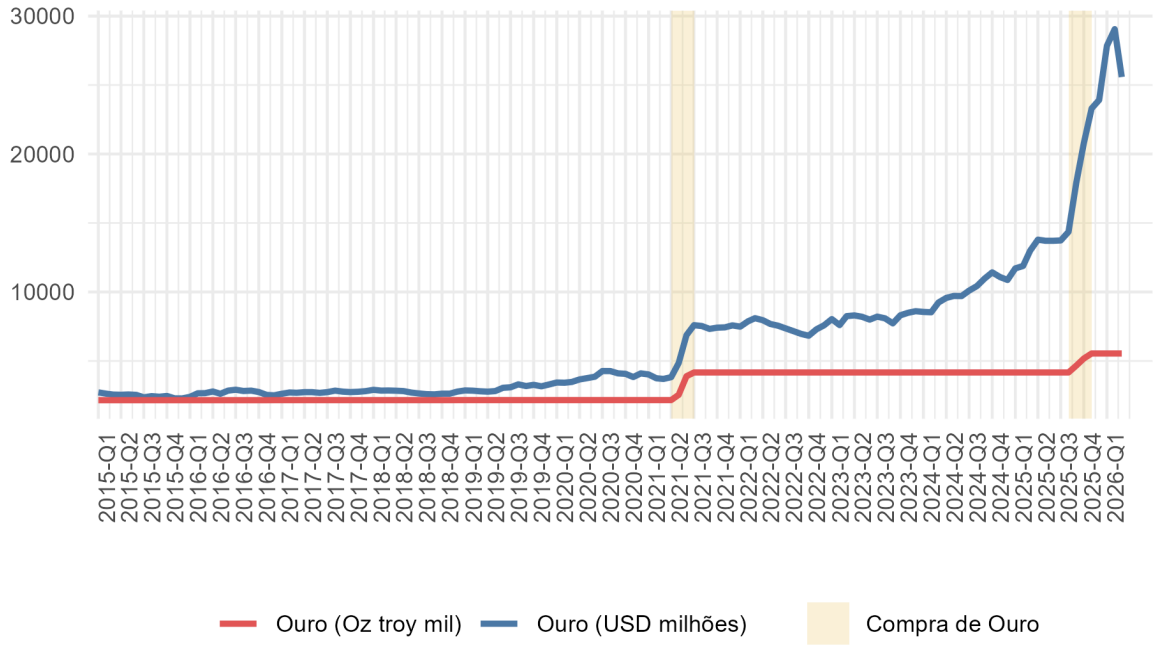
Gráfico 5 - Composição monetária das reservas internacionais brasileiras - em % (2015-2025)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

No que se refere à expansão do ouro, na economia brasileira a análise leva à mesma conclusão daquela observada para o cenário global, isto é, a ampliação da participação do metal no portfólio foi puxada pelo aumento de seus preços a partir de 2022, como ilustra o gráfico 6.

Gráfico 6 - Reservas internacionais brasileiras denominadas em ouro - em volume e valor,(2015-2025)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Dois momentos se destacam nos últimos dez anos: o segundo trimestre de 2021 e o final de 2025, os quais ilustram a compra de ouro por parte do BCB, ampliando o volume do metal nas reservas do país. Como se observa no gráfico acima, nesses dois momentos o aumento do volume (linha vermelha) coincide com o do valor em dólares (linha azul), não obstante a escalada superior em termos monetários conforme visualizado no último período.

Os impactos e justificativas políticas do movimento de ampliação das reservas em ouro foram alvo de grande debate na mídia econômica, suscitando inquietações acerca de uma desdolarização da economia brasileira (ICL, 2026). Se é fato que o BCB vem redirecionando as reservas internacionais para uma gama diversificada de moedas e reduzindo a dependência do dólar (haja vista a venda de US$61 milhões em títulos do Tesouro americano entre outubro de 2024 e de 2025), é preciso também ter cautela quanto aos efeitos finais na composição do portfólio, considerando a presença de efeitos de preço não desprezíveis nas modificações das posições, como é o caso do ouro.

Vê-se, portanto, que a experiência brasileira evidencia como os bancos centrais atuam segundo sua institucionalidade para definir e objetivar transformações na estrutura

macroeconômica do país, visando reduzir a dependência externa em relação à composição das reservas internacionais. Por fim, em que pese a importância de efeitos de preço no comportamento das reservas, é fundamental compreender a atuação e os objetivos estratégicos das economias nacionais na gestão desses ativos. Ademais, a expansão das reservas na moeda chinesa foi mais acentuada no Brasil do que a nível global, sinalizando para uma transformação específica do Sul Global e relacionada com os fatores geopolíticos que hoje orientam os países em torno do BRICS+ a fim de avançar no processo de desdolarização do SMFI, ainda que de forma gradual e incipiente.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo teve o intuito de analisar as tendências para a diversificação das reservas internacionais globais e do Brasil, movimento que acompanha o processo de desdolarização observado nos últimos anos. Primeiramente, foi analisada a dominância do dólar no SMFI, iniciada após o esgotamento de Bretton Woods e intensificada pela globalização financeira. Desta forma, a moeda estadunidense se consolidou como a principal referência monetária global, atuando em todas as funções também na esfera internacional. Não obstante, nos últimos anos, diversos países mobilizaram-se para reduzir a dependência do dólar. Este movimento de desdolarização intensificou-se, principalmente, após o início do conflito entre Rússia e Ucrânia, em especial entre os países do Sul Global e do BRICS.

O artigo também tratou de examinar o conceito de reservas internacionais, como são realizadas suas contabilizações e como ocorrem suas variações de valor. As reservas internacionais funcionam como um importante mecanismo para o ajustamento das contas externas, atenuando os efeitos adversos de crises externas. Como discutido, a manutenção de um volume robusto de reservas internacionais atende ao propósito de atuar como um colchão de segurança aos *policy makers*. Posteriormente, foram analisados dados sobre as reservas na conjuntura internacional.

Por fim, foram analisadas as mudanças e tendências na composição das reservas internacionais do Brasil. Com efeito, os dados mostram que há em curso um movimento de diversificação do portfólio, com redução da participação do dólar americano e do euro, enquanto observa-se um aumento na presença do ouro e do renminbi. Em síntese, as turbulências geopolíticas e as sanções impostas pelos Estados Unidos provocaram um ambiente de incertezas, levando ao movimento de desdolarização de diversos países. Um dos reflexos pode ser observado na composição das reservas internacionais, com a redução da

participação da moeda estadunidense, ao passo que o ouro e o renminbi ampliaram sua presença. Cumpre mencionar que esta tendência pode ser observada na conjuntura internacional e nos dados do Brasil.

O gradual processo de desdolarização das reservas internacionais em curso aponta para questionamentos globais à hegemonia do dólar no SMFI, cuja principal frente de dominância é justamente a caracterização da moeda norte-americana como reserva da riqueza global. Em que pese a ainda preservação do dólar operando enquanto moeda-chave da economia mundial, o momento atual é marcado por tensões e disputas geopolíticas em torno dos rumos do SMFI, os quais estarão presentes na agenda de pesquisa futura a fim de compreender a emergência dos novos contornos desse ordenamento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Atlantic Council. Dollar Dominance Monitor. Disponível em: https://www.atlanticcouncil.org/programs/geoeconomics-center/dollar-dominance-monitor/. Acesso em: 05 mai. 2026.

Banco Central do Brasil (BCB). **Estatísticas do Setor Externo:** Posição Internacional de Investimentos. Brasília: BCB, 2024.

Banco Central do Brasil (BCB). **Gestão das Reservas Internacionais.** Brasília: BCB, 2023.

Banco Central do Brasil (BCB). **Relatório de Gestão das Reservas Internacionais**, v. 18, mar. 2026. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relgestaoreservas. Acesso em: 24 abr. 2026.

Bertaut, C.; Von Beschwitz, B.; Curcuru, S. The International Role of the U.S. Dollar - 2025 Edition. **FEDS Notes**, 2025.

Carneiro, R.; De Conti, B. M. Privilégio exorbitante e fardo compulsório (a dupla face do SMI financeirizado). **Texto para Discussão Unicamp. IE-UNICAMP**, n. 395, ago. 2020.

Cohen, B. J. **The Future of Sterling as an International Currency.** Londres: The Macmillan Press Ltda. 1971.

De Conti, B.; Prates, D.; Plihon, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, 23(2), p. 341-372, ago. 2014.

De Conti, B. M. As iniciativas dos BRICS para a transformação do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. **Nota de Economia**, Transforma Economia: Campinas, n. 15, 2025.

Eichengreen, B. **Exorbitant Privilege.** Oxford: Oxford University Press, 2011.

Eichengreen, B.; Hausmann, R.; Panizza, U. The pain of original sin. In: Eichengreen, B.; Hausmann, R. (orgs.). **Other people's money:** debt denomination and financial instability in emerging-market economies. Chicago: University of Chicago Press, 2005.

Eichengreen, B.; Hausmann, R.; Panizza, U. Yet it Endures: the persistence of original sin. **Open Economies Review**, 2023.

Fritz, B.; Paula; L. F.; Prates, D. Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, v. 15, n. 2, p. 208–218, 2018.

Fundo Monetário Internacional (FMI). **Balance of Payments and International Investment Position Manual.** 6. ed. Washington, D.C.: IMF, 2009.

Fundo Monetário Internacional (FMI). **Dollar's Share of Reserves Held Steady in Second Quarter When Adjusted for FX Moves.** 2026. Disponível em: https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2025/10/01/dollars-share-of-reserves-held-steady-in-second-quarter-when-adjusted-for-fx-moves. Acesso em: 06 abr. 2026.

Fundo Monetário Internacional (FMI). Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). **IMF Data**. Disponível em: https://data.imf.org/en/datasets/IMF.STA:COFER. Acesso em: 06 abr. 2026.

Fundo Monetário Internacional (FMI). International Financial Statistics, **IMF Data**. Disponível em: https://data.imf.org/en. Acesso em: 06 abr. 2026.

Fundo Monetário Internacional (FMI). **World Economic Outlook**. Disponível em: https://www.imf.org/en/publications/weo. Acesso em: 10 abr. 2026.

Guttman, R. **Multi-polar capitalism:** the end of the dollar standard. London: Palgrave Macmillan, 2021.

ICL. **Brasil amplia desdolarização e desafia hegemonia financeira dos Estados Unidos**. Disponível em: https://iclnoticias.com.br/economia/brasil-amplia-desdolarizacao/. Acesso em: 24 abr. 2026.

Marçal, L. **A moeda importa?** Pecado original, hierarquia periférica de moedas e a vulnerabilidade externa da economia brasileira. (2002-2025). Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciência Econômica, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2026.

Mishkin, F. **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**. 11. ed. Boston: Pearson, 2016.

Noije, P.; De Conti, B. A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 26, n. 1, p. 207–239, jan./abr. 2016.

Obstfeld. M; Shambaugh, J.; Taylor, A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. **American Economic Journal: Macroeconomics**, v. 2, n. 2, p. 57–94, 2010.

Onen, M.; Shin, H. S.; Peter, G. Overcoming original sin: insights from a new dataset. **BIS Working Paper,** n. 1075, 2023.

Orsi, B. **Currency Internationalisation and Currency Hierarchy in Emerging Economies:** The Role of the Brazilian Real. 2019. 249 f. Tese (Doutorado em Economia) – Departamento de Economia, Universidade de Leeds, Leeds.

Pradhan, S-K.; Prasad, E.; Takáts, E.; Temesvary, J. Dollarisation waves: new evidence from a comprehensive international bond database. **BIS Papers**, n. 165, 2026.

Rosa, R.; Biancarelli, A. Original sin e a mobilidade dos fluxos de capitais para a economia brasileira (2002-2023). **Anais do 52º Encontro Nacional de Economia**, Anpec, Natal, 2024.

Stiglitz, J. **Freefall:** America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy. New York: W. W. Norton & Company, 2010.