

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL

MIRKO LEVIS GONÇALVES POSE

**OS DETERMINANTES DO PROJETO DE
INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI**

Rio de Janeiro

2018

MIRKO LEVIS GONÇALVES POSE

OS DETERMINANTES DO PROJETO DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Economia Política Internacional.

Orientador: Prof. Dr. Ernani Teixeira Torres Filho

Rio de Janeiro

2018

MIRKO LEVIS GONÇALVES POSE

OS DETERMINANTES DO PROJETO DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Economia Política Internacional.

Aprovada em: _____

Prof. Dr. Ernani Teixeira Torres Filho (Orientador)

Prof^a. Dr^a. Isabela Nogueira de Moraes

Prof. Dr. Leonardo Burlamaqui

AGRADECIMENTOS

Tenho muitas pessoas a agradecer. Em primeiro lugar, à minha família, incondicionalmente. Por todo apoio, carinho e atenção que meus pais me ofereceram, por toda minha vida, e especialmente durante um ano no Rio de Janeiro. Devo um agradecimento especial à minha avó Maria, e ao meu avô Oswaldo, agora também *in memoriam*. Nem todo o aprendizado é acadêmico, nem todo o conhecimento e sabedoria provêm de livros.

Agradeço a um bando de amigos que me acompanha desde os tempos de colégio. Muitas coisas mudaram na vida de todos, mas incrivelmente nos mantivemos juntos. Mesmo alguns momentos afastados, ou as tantas vezes em que eu sumi, não diminuíram a amizade. Gustavo, Jeff, Bottega, Dutra, Thiago, Ed, Murilo, Alessandro, Gui, Moisés, Bortolini, Índio, Ruan, Filipe, espero que ainda possa agradecer muitas vezes a vocês.

Agradeço muito a todos os colegas de graduação, por participarem de alguns dos melhores anos da minha vida. Principalmente, dedico este trabalho a um grupo especial de amigos. Vocês são as pessoas mais brilhantes, dedicadas e inspiradoras que eu já tive o prazer de conviver. Simionato, Giordano, João Arthur, Willian, Júlia, Giovana, Bruna, Marília, Ana Paula, Henrique, João Gabriel e Renata, muito obrigado por toda a ajuda que me deram em todos esses anos, saibam vocês ou não.

Gostaria de agradecer a todos que transformaram meu ano no Rio de Janeiro em um tempo maravilhoso. Em especial, ao João Arthur e ao Pedro, por dividirem comigo nosso vazio mas querido apartamento no Humaitá. Também à Ana Paula, Livi e Giovana, por me acompanharem descobrindo essa cidade.

Aos que fizeram de vinte dias na China uma das melhores experiências da minha vida. Nenhum programa teria sido tão interessante se não fosse pelo Bus Gay: Carol, Camilla, Gabi, Samuel, Pedro, Deangela e Andrei. Agradeço imensamente a todos vocês por compartilharem esse tempo comigo.

Agradeço ao pessoal do IBGE, pela oportunidade e aprendizado. Principalmente, a alguns colegas que em pouco tempo se tornaram amigos. Misael, Aline, Lethycia e André, obrigado por me aturarem diariamente, e por me cobrirem tantas vezes quando eu precisei terminar alguma outra coisa.

Por fim, agradeço a todos os professores e funcionários do Instituto de Economia da UFRJ. Em especial ao meu orientador, prof. Ernani Torres, por todo o aprendizado durante o mestrado, por ter me ajudado imensamente com este trabalho, em todos os aspectos possíveis, e por suportar os meus constantes atrasos.

“All right,” said Susan. “I’m not stupid. You’re saying humans need... fantasies to make life bearable.”

REALLY? AS IF IT WAS SOME KIND OF PINK PILL? NO. HUMANS NEED FANTASY TO BE HUMAN. TO BE THE PLACE WHERE THE FALLING ANGEL MEETS THE RISING APE.

“Tooth fairies? Hogfathers? Little—”

YES. AS PRACTICE, YOU HAVE TO START OUT LEARNING TO BELIEVE THE LITTLE LIES.

“So we can believe the big ones?”

YES. JUSTICE. MERCY. DUTY. THAT SORT OF THING.

“They’re not the same at all!”

YOU THINK SO? THEN TAKE THE UNIVERSE AND GRIND IT DOWN TO THE FINEST POWDER AND SIEVE IT THROUGH THE FINEST SIEVE AND THEN SHOW ME ONE ATOM OF JUSTICE, ONE MOLECULE OF MERCY. AND YET — Death waved a hand. AND YET YOU ACT AS IF THERE IS SOME IDEAL ORDER IN THE WORLD, AS IF THERE IS SOME... SOME RIGHTNESS IN THE UNIVERSE BY WHICH IT MAY BE JUDGED.

“Yes, but people have got to believe that, or what’s the point—”

MY POINT EXACTLY.

She tried to assemble her thoughts.

THERE IS A PLACE WHERE TWO GALAXIES HAVE BEEN COLLIDING FOR A MILLION YEARS, said Death, apropos of nothing. DON’T TRY TO TELL ME THAT’S RIGHT.

“Yes, but people don’t think about that,” said Susan. “Somewhere there was a bed...”

CORRECT. STARS EXPLODE, WORLDS COLLIDE, THERE’S HARDLY ANYWHERE IN THE UNIVERSE WHERE HUMANS CAN LIVE WITHOUT BEING FROZEN OR FRIED, AND YET YOU BELIEVE THAT A... A BED IS A NORMAL THING. IT IS THE MOST AMAZING TALENT.

“Talent?”

OH, YES. A VERY SPECIAL KIND OF STUPIDITY. YOU THINK THE WHOLE UNIVERSE IS INSIDE YOUR HEADS.

“You make us sound mad,” said Susan. “A nice warm bed...”

NO. YOU NEED TO BELIEVE IN THINGS THAT AREN’T TRUE. HOW ELSE CAN THEY BECOME? said Death

Terry Pratchett, Hogfather.

POSE, Mirko. Os determinantes do projeto de internacionalização do Renminbi. Dissertação de Mestrado em Economia Política Internacional. UFRJ, 2018.

RESUMO

Esta dissertação trata do projeto de internacionalização da moeda chinesa, o *renminbi* ou RMB. O objetivo principal do trabalho é entender quais os determinantes e motivações que ensejaram tal projeto. A hipótese apresentada é de que a internacionalização do RMB não tem um caráter explicitamente agressivo frente à configuração do sistema monetário atual, baseado no dólar-flexível. Assim, esse projeto não visa fazer a moeda chinesa substituir ou competir com a norte-americana, nem provocar mudanças significativas no regime monetário presente. Para conseguir identificar as tendências do processo, são primeiro levantados aspectos teóricos acerca da estrutura do sistema monetário internacional, e de como a questão da moeda internacional se apresenta dentro desses marcos. Após, é apresentada a origem e o padrão de funcionamento do atual regime monetário internacional. Depois disso, é investigado o processo de internacionalização da moeda chinesa: suas origens, motivações, interesses, estratégia, ações concretas e implicações até o presente momento. Conclui-se que, a despeito de o objetivo chinês não ser desbancar o dólar de sua posição atual, o projeto tem encontrado dificuldades de monta em seu propósito de tornar o *renminbi* uma moeda importante no cenário internacional, capaz de ser utilizada em situações de tensão financeira. Desse modo, ainda não atingiu as metas propostas. Após turbulências no mercado financeiro doméstico nos últimos anos, o projeto foi temporariamente suspenso, sem que o RMB tenha se firmado como moeda de primeira linha na hierarquia internacional.

Palavras-chave: China; Renminbi; Internacionalização; Sistema Monetário Internacional.

POSE, Mirko. The determinants of the Renminbi internationalization project. Master's Dissertation in International Political Economy. UFRJ, 2018.

ABSTRACT

This dissertation considers the process of internationalization of the Chinese currency, the *renminbi* or RMB. The main purpose of the paper is to understand what are the determinants and motivations that entice such project. The hypothesis presented is that the internationalization of the RMB does not have an explicitly aggressive nature in spite of the configuration of the current monetary system, based on a flexible dollar. Thus, this project does not aim to make the Chinese currency replace or compete with the American one, nor cause significant changes on the present monetary regime. To be able to identify the trends of the process, in first place theoretical aspects are raised about the structure of the international monetary system, and how the issue of an international currency presents itself within this framework. Then, the origin and pattern of operation of the current international monetary regime is presented. Thereafter, the process of internationalization of the Chinese currency is investigated: its motivations, concerns, strategy, concrete actions and implications until now. It is concluded that, despite the Chinese objective not being to displace the dollar from its current position, the project has encountered major difficulties in its purpose to make the *renminbi* a major currency in the international scenario, capable of being used in situations of financial distress. Thereby, it has not yet reached the proposed goals. After turmoil in the domestic financial markets in recent years, the project was temporarily suspended, without the RMB having established itself as a first tier currency in the international hierarchy.

Keywords: China; Renminbi; Internationalization; International Monetary System.

Lista de siglas e abreviaturas

BPC – Banco Popular da China

CIPS – *China International Payments System*

DES – Direitos Especiais de Saque

EUA – Estados Unidos da América

FED – *Federal Reserve System*

FMI – Fundo Monetário Internacional

FTZ – *Free Trade Zone*

PIB – Produto Interno Bruto

QDII – *Qualified Domestic Institutional Investor*

QFII – *Qualified Foreign Institutional Investor*

RMB – Renminbi

RQFII – *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor*

URSS – União das Repúblicas Socialistas Soviéticas

Lista de Quadros

Quadro 1 – As funções da moeda em âmbito internacional _____	18
Quadro 2 – Linhas de swap cambial assinadas pelo BPC _____	98
Quadro 3 – Centros offshore de compensação em RMB _____	112
Quadro 4 – Volume médio diário de transações no mercado cambial de balcão, dez moedas mais utilizadas em 2016 (US\$ bilhões) _____	121
Quadro 5 – Participação das moedas na composição das reservas oficiais _____	122

Lista de Figuras

Figura 1 – Participação percentual do dólar nas reservas oficiais _____	32
Figura 2 – Participação das principais moedas nas reservas oficiais _____	44
Figura 3 – Estoque de reservas internacionais dos maiores detentores _____	73
Figura 4 – Produto interno bruto das maiores economias (US\$ correntes) _____	75
Figura 5 – Inflação média anual das maiores economias _____	76
Figura 6 – Valor do comércio internacional das maiores economias em 2016 _____	77
Figura 7 – Capitalização das empresas listadas em bolsas de valores (US\$) _____	77
Figura 8 – Câmbio dólar/RMB (offshore e onshore) e spread CNH/CNY _____	95
Figura 9 – Valor das quotas aprovadas do programa QFII (US\$ bilhões) _____	105
Figura 10 – Depósitos à vista em Hong Kong (RMB bilhões) _____	107
Figura 11 – Valor das quotas aprovadas do programa RQFII (RMB bilhões) _____	109
Figura 12 – Ranking de utilização global das moedas, agosto de 2015 _____	123
Figura 13 – Câmbio USD/CNY, setembro de 2008 a dezembro de 2016 _____	125
Figura 14 – Ranking de utilização global das moedas, fevereiro de 2018 _____	128

Sumário

1 Introdução.....	10
2 Uma breve revisão teórica	15
2.1 Moeda internacional	17
2.2 Determinantes de uma moeda internacional.....	22
2.3 Benefícios e custos para o Estado emissor de uma moeda internacional	24
3 O sistema monetário internacional do dólar-flexível	27
3.1 Globalização financeira e origem do sistema monetário contemporâneo	28
3.2 Funcionamento sob um padrão dólar-flexível.....	36
3.3 Internacionalização e competição monetária.....	42
3.3.1 Do marco alemão ao euro	44
3.3.2 O iene japonês	50
3.3.3 Outras moedas.....	57
4 A internacionalização do <i>renminbi</i>	60
4.1 Inserção da China no sistema financeiro globalizado	62
4.2 O projeto de internacionalização	68
4.3 A posição da China e do <i>renminbi</i> na hierarquia monetária internacional.....	74
4.4 Modelo de crescimento, repressão financeira e controles de capital.....	80
4.5 A estratégia de internacionalização	84
4.6 O caminho da internacionalização: as medidas concretas	91
4.6.1 Medidas pré-2008.....	92
4.6.2 Caminho comercial pós-2008.....	97
4.6.3 Caminho financeiro pós-2008.....	104
4.7 O status dos controles de capitais e da utilização do RMB	118
4.8 A reversão do processo.....	124
5 Conclusão	132
Referências bibliográficas	141

1 Introdução

“Exceto por títulos do Tesouro americano, o que você pode manter? Ouro? Você não mantém títulos do governo japonês ou títulos britânicos. Títulos do tesouro americano são o porto seguro. Para todos, incluindo a China, é a única opção. [...] Nós odiamos vocês. Quando vocês começam a emitir US\$ 1 trilhão, US\$ 2 trilhões... nós sabemos que o dólar vai depreciar, então nós odiamos vocês mas não há muito que possamos fazer.”

Luo Ping, diretor-geral da Comissão Regulatória Bancária da China, em entrevista durante convenção em Nova York, fevereiro de 2009.

A ascensão da China no cenário internacional é um dos processos globais mais importantes das últimas décadas. Não por acaso, também um dos mais estudados. A partir de reformas econômicas e mudanças na orientação estratégica de sua política externa, no final dos anos 1970, o país logrou retomar lugar de prestígio no sistema internacional, após a dominação ocidental sobre a Ásia no final do século XIX e o “século de humilhação”. Desde então, vem acumulando capacidades e crescendo na escala de poder. Assim, o papel da China no mundo, e o futuro dessa posição, têm sido extensamente debatidos em diversos âmbitos.

O reposicionamento internacional de um Estado é um processo complexo, que comporta inúmeros aspectos. A ascensão da China tem sido pesquisada sob a ótica histórica, cultural, social, política, militar, entre outras. Mas talvez o sentido que mais tem chamado a atenção internacional (ainda que não possa ser desvinculado de todos os outros) é o econômico. Em cerca de quarenta anos, o país passou por uma transformação radical. Seu PIB multiplicou-se quase cinquenta vezes. Suas estruturas produtivas, financeiras e macroeconômicas mudaram totalmente. De uma economia predominantemente rural, exportadora de petróleo e importadora de manufaturados, a China se transformou na segunda maior potência econômica mundial, com a maior corrente de comércio, maior produção industrial, e grande investidora externa, importando matérias-primas e energia.

O componente financeiro do crescimento chinês é um ponto mais recente. Em grande medida, durante boa parte do período de reformas econômicas a China buscou limitar as transações financeiras e manter seu setor doméstico apartado dos mercados mundiais. Mas esse segmento tem ganhado bastante destaque na trajetória chinesa, a partir dos anos 2000. A característica do sistema interestatal capitalista atual, com grande predominância da esfera financeira sobre os demais aspectos econômicos, torna impossível qualquer Estado sustentar uma posição de destaque sem uma participação efetiva nos mercados financeiros globalizados. Desse modo, a China passou a projetar-se também nesse sentido.

Dentro desse quadro, a questão monetária é interessante. A partir de sua maior inserção nos mercados financeiros, a China passou a executar um projeto de internacionalização de sua própria moeda, o *renminbi* ou RMB. Com isso, deseja fomentar sua utilização nas transações globais, promovendo o acesso de estrangeiros a títulos e ativos domésticos e a extroversão do capital interno, denominados na moeda nacional. Esse projeto tem chamado a atenção de agentes políticos e estudiosos acadêmicos ao redor do mundo, promovendo-se uma ampla literatura e discussões acerca do tema.

A utilização internacional de uma moeda também é uma questão complexa, pautada por vários fatores. Ela está inserida dentro do contexto de um sistema monetário internacional, um conjunto de relações e instituições que dão forma às transações econômicas globais. Porém, mais do que apenas a especificidade técnica da organização econômica das trocas, as relações monetárias internacionais se dão por considerações políticas. Existe uma hierarquia implícita, baseada em certos condicionantes, que estabelece uma ordem de relevância para as moedas dentro do sistema. Essa hierarquia historicamente refletiu a correlação de forças e a distribuição de capacidades no sistema internacional. Assim, o componente do poder é essencial para se entender a formatação do sistema monetário e utilização internacional das moedas. O caso chinês não é exceção.

O projeto de internacionalizar o RMB se dá sob a égide do padrão dólar-flexível, que determina o funcionamento do sistema monetário internacional desde, pelo menos, meados da década de 1980. Nele, a moeda americana é o ativo que serve por excelência como moeda mundial, ancorando e dando validade ao funcionamento de um sistema financeiro globalizado. Sua autoridade monetária, o *Federal Reserve System* (FED), e seu mercado financeiro doméstico têm papel central na reciclagem e regulação das transações internacionais, e assim da economia mundial como um todo.

A internacionalização monetária é um processo que acompanhou a globalização financeira e a constituição do regime monetário atual. Desde a década de 1980, várias moedas ganharam destaque e aumentaram sua utilização no cenário internacional. Os casos do iene japonês e do marco alemão, convertido posteriormente no euro, são os mais emblemáticos. O padrão dólar-flexível apresenta-se aberto para que outras moedas sejam transacionadas; essas, contudo, não chegaram próximas de abalar a posição central da moeda e das instituições norte-americanas, ao menos até aqui.

Mas o projeto chinês de internacionalização monetária tem causado grande furor no período recente. Além de apresentar características peculiares, que o diferenciam dos

exemplos anteriores, ele se insere dentro do contexto maior da ascensão chinesa. Especialmente, vem despertando interesse por uma questão específica: ele poderia ser uma ameaça à hegemonia do dólar e, de modo mais amplo, dos EUA.

Assim, muitas interpretações sobre essa questão se baseiam implicitamente no pressuposto de que a China visa desbancar o dólar e pôr fim ao padrão monetário atual. A partir de uma leitura (um tanto linear) sobre a transição da libra inglesa para o dólar como moeda central do sistema, uma parte da comunidade política e acadêmica, especialmente norte-americana, parece identificar na China um potencial competidor, e no seu projeto de internacionalização do RMB uma tentativa de destruir um dos pilares do poder americano.

De todo modo, a China tem adotado políticas no sentido de ampliar o uso internacional de sua moeda, o que tem alimentado essas expectativas, mesmo com a narrativa oficial chinês sustentando uma “ascensão pacífica”. A crise financeira de 2008 foi um grande marco, tanto para a internacionalização do RMB quanto para a posição americana. Muitos analistas vaticinaram ali o fim da dominância do dólar. Discursos de autoridades chinesas no pós-crise pareceram validar a perspectiva de que aquele país visava substituí-lo pelo *renminbi*. A partir de então, a moeda chinesa avançou bastante em sua posição internacional, chegando a ser a quarta mais utilizada globalmente em anos recentes. O debate que se abriu no período não era desprovido de sentido, e parte da literatura vem mesmo dando como certa a ascensão do RMB como a moeda central do sistema.

O presente trabalho parte desse debate inicial, tendo por objeto exatamente o projeto de internacionalização da moeda chinesa. O propósito aqui é compreender quais os determinantes que motivam tal processo, e a intenção da China com ele. Entende-se que algumas conclusões sobre o tema parecem dar-se sem um embasamento teórico definido, de onde discordâncias podem ser debatidas, ou com motivações para enquadrar o projeto chinês dentro do contexto de uma ameaça aos interesses americanos. Esta dissertação visa contribuir para o debate, especialmente a partir de uma perspectiva de economia política internacional.

A hipótese central apresentada aqui é que o processo de internacionalização do *renminbi* não tem um caráter abertamente agressivo ou desafiante frente a atual configuração do padrão monetário e financeiro global. A formatação presente do sistema, baseada num dólar-flexível, legaria muitas prerrogativas aos EUA e geraria crises e instabilidades que seriam absorvidas pelos Estados emissores de moedas periféricas, segundo entendimento das autoridades chinesas. Assim, a tentativa de internacionalizar o RMB seria um processo

defensivo, como modo de a China proteger-se parcialmente e ter maior capacidade de resposta autônoma às turbulências do sistema financeiro globalizado.

Desse modo, não se entende inicialmente que as autoridades chinesas desejem que o *renminbi* venha a disputar com o dólar a posição de moeda-chave do sistema. A maior utilização da moeda chinesa em âmbito internacional seria uma ferramenta de atuação mais favorável dentro do regime dólar-flexível, sem que isso ocasione uma alteração profunda no sistema monetário internacional. Como a história demonstra, o padrão atual comporta a utilização de inúmeras moedas, e o processo de internacionalização de uma moeda não necessariamente abala a centralidade do dólar. Parte-se da premissa de que o uso externo de uma moeda nacional constitui um fator de poder no sistema internacional; em decorrência disso, a China tem buscado alcançar esse patamar para sua moeda, pois sua maior utilização global traria certos benefícios, ainda que acompanhada de alguns custos.

A partir disso, o objetivo geral da dissertação é identificar os determinantes e motivações que conduziram a tal projeto. Visa-se conceber o que levou a essa formulação, qual a lógica e intenção por detrás, a estratégia proposta, os condicionantes internos e externos, e o caminho concreto para atingir os objetivos propostos. Além do mais, também são discutidos a inserção da China no moderno sistema monetário, e os resultados de tal projeto de internacionalização, até o momento.

Para isso, o trabalho está dividido em três capítulos, além desta introdução e de uma conclusão. O primeiro capítulo elabora uma conceituação teórica sucinta acerca dos temas que serão tratados adiante. Procura-se encontrar uma base preliminar para se entender o sistema monetário internacional e como as relações de poder nele se inserem: o que é uma moeda internacional, quais são os determinantes do uso de uma moeda em âmbito internacional, os benefícios e desvantagens desse uso para um Estado emissor, e como a questão da hierarquia de poder se apresenta. O segundo capítulo trata do panorama geral e do modo de funcionamento do sistema monetário internacional sob o padrão baseado em um dólar-flexível, de onde o projeto chinês de internacionalização parte e sobre o qual está assentado. Apresentadas essas bases, o terceiro capítulo trata do projeto de internacionalização do RMB em si. Nele são apresentadas a reinserção internacional da China sob a vigência do dólar-flexível, a origem do projeto de internacionalização, a estratégia formulada, seus condicionantes internos e externos, as políticas para levar a cabo sua efetivação, e os resultados até aqui. Por fim, discutem-se as conclusões do trabalho.

Como resultado geral, não se identificou no projeto de internacionalização do RMB uma tentativa agressiva de rivalizar com o dólar ou desestruturar o padrão monetário atual. Ao contrário, a China mantém grande interesse, ao menos por ora, na estabilidade do regime presente, e tem se movido com cautela por dentro da forma de operação deste. Entretanto, o objetivo chinês de elevar sua moeda a um patamar mais destacado na hierarquia internacional tem enfrentado muitos obstáculos. Seu próprio desenvolvimento parece ter acarretado instabilidades no mercado financeiro doméstico da China nos últimos anos. Assim, o país ainda não atingiu seu objetivo com a internacionalização do *renminbi*, e o projeto foi suspenso, por enquanto, sem que RMB chinês tenha se fixado como uma moeda relevante dentro do sistema monetário internacional.

2 Uma breve revisão teórica

Para entender os determinantes do projeto chinês de internacionalização monetária, a primeira parte deste trabalho aborda questões teóricas. Entende-se que um referencial analítico inicial é importante, pois muitas das discussões acerca da internacionalização do RMB são efetuadas sem uma base conceitual clara ou explícita (CHEY, 2013; COHEN, 2011). Assim, é necessário definir as concepções sobre diversos temas tratados aqui, para então utilizá-los a fim de avaliar o projeto chinês de internacionalização. Não se pretende uma consideração teórica ampla, nem um debate profundo entre as diferentes visões, mas tão somente uma definição um pouco mais precisa sobre as ideias que guiam o desenvolvimento do trabalho e as conclusões apresentadas.

De modo geral, todas as questões expressas até aqui estão assentadas sobre um pano de fundo específico: a existência de um “sistema monetário internacional”. Este pode ser definido, muito superficialmente, como o conjunto de relações econômicas, com características monetárias de um modo de produção capitalista, realizadas na arena internacional, ou seja, através das fronteiras de unidades políticas territoriais, os Estados. Configura-se assim como um sistema interestatal capitalista, marcado, além das relações políticas, por interações econômicas caracteristicamente capitalistas (FIORI, 2008).

O sistema pode ser entendido como a soma das estruturas que dão forma e das unidades que realizam as relações econômicas internacionais. As estruturas moldam como essas relações se dão, mas o principal elemento dinâmico é a distribuição de capacidades entre os atores. A correlação de forças permite que sejam alteradas as estruturas que sustentam a arquitetura financeira global, e essa própria correlação pode mudar com o tempo, dando origem às diferentes formatações do sistema monetário internacional ao longo da história (SCANDIUCCI FILHO, 2013; STRANGE, 1971; WALTER, 1993).

Assim, esse sistema dá conta de um componente específico de relações, dentro de um ordenamento internacional mais amplo. Na prática, inexistem um sistema monetário apartado de outras questões internacionais. O resultado das múltiplas interações no plano interestatal pode ser analisado através de uma lente monetária, como feito neste trabalho, mas sua constituição é de caráter mais abrangente, envolvendo questões geopolíticas de poder.

Assim, a conformação da ordem política internacional afeta a estrutura do sistema monetário. Duas características fundamentais do atual sistema internacional, de natureza eminentemente política mas que tem grande influência sobre o regime monetário, são a fragmentação e a falta de uma hierarquia formalizada entre as unidades estatais (FIORI, 2008;

MEARSHEIMER, 2003). A conjunção desses dois fatores resulta que não há algo como um Estado mundial: o território físico do planeta está dividido em diversas unidades políticas, circunscritas e soberanas. Como consequência, não existe *a priori* nenhum poder que garanta direitos e obrigações às unidades do sistema, sejam Estados ou entidades privadas. Os agentes devem buscar algum modo de ordenar suas relações com base em suas próprias capacidades e atributos (MEARSHEIMER, 2003; SCANDIUCCI FILHO, 2013).

Não havendo poder soberano acima dos Estados, uma consequência para um sistema deste tipo é que não há nenhuma instituição para impor qual a moeda a ser utilizada nas transações econômicas. A fragmentação em diversas unidades políticas, cada uma soberana em seu próprio território e emissora de sua própria moeda, faz com que haja uma miríade de moedas existentes no sistema. Qualquer uma delas pode, teoricamente, servir como unidade das transações internacionais, mas a questão é mais complexa que uma simples escolha dentre uma larga oferta potencial disponível.

O sistema monetário internacional é o arranjo existente sobre a conjunção dessas características. A balança de poder e as disputas interestatais, fundamentos dinâmicos do sistema, dão forma às estruturas que ordenam as relações monetárias na arena internacional. As alterações nesses quesitos, por sua vez, repercutem na organização do sistema monetário internacional, gerando os distintos padrões de funcionamento deste.

Esse sistema monetário internacional emerge concretamente na forma de “regras e instituições para os pagamentos internacionais”¹ (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009, p. 5); uma espécie de “cola”, que mantém conectadas as economias dos diferentes países (EICHENGREEN, 2000) através da intermediação das trocas internacionais por algum meio monetário. Essa mediação não é apenas de caráter econômico, mas também político, ontológica ao sistema na sua forma atual. Não há nem capitais nem capitalismo completamente desvinculados de uma base territorial, portanto, de algum poder político também soberano territorialmente (FIORI, 2008). Todas as interações econômicas na arena internacional passam, necessariamente, pela mediação de algum poder político e de sua moeda nacional – visto que essa é uma expressão da própria soberania (BELL, 2001; METRI, 2007). Daí a constituição de um sistema monetário internacional que ordene as relações monetárias entre os agentes e as moedas, e sua natureza política e econômica.

¹ No original: “rules and institutions for international payments” (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009, p. 5).

2.1 Moeda internacional

Um dos conceitos mais importantes a ser utilizado no decorrer do trabalho é o de moeda internacional. Apesar de inexistir um “Estado mundial” para emitir uma moeda também global, o sistema monetário internacional possui, por definição, uma (ou mais) moedas de curso internacional. O uso delas, no entanto, se apoia em determinantes distintos daqueles de uma economia nacional.

Partindo do conceito mais básico, “moeda” aqui é entendida como uma relação social de crédito-débito (BELL, 2001) que tem origem no poder de uma entidade soberana de impor tributos a seus governados. Tal potencial de impor uma dívida advém do monopólio da violência que essa autoridade possui, em um território estabelecido. A unidade de conta aceita para liquidar os pagamentos devidos à autoridade central é a moeda em circulação naquele espaço político. A moeda é “cartal”, pois circula através de uma carta (metafórica) de aceitação do soberano. Assim, o que o poder estabelecido aceitar como pagamento para si mesmo é a moeda daquele território e economia (BELL, 2001; METRI, 2007).

Dessa maneira, a princípio qualquer ativo pode fazer às vezes de “moeda”. Entretanto, para que isso realmente se efetive, é necessário que ele desempenhe algumas funções. Basicamente, deve comportar-se como meio de troca (um instrumento universalmente aceito de realizar transações), unidade de conta (uma medida de valor amplamente reconhecida), e reserva de valor (um meio de transferir poder de compra do presente para o futuro).

Uma forma simples de conceituar a moeda internacional, então, seria extrapolar essas definições para o ambiente internacional. Esse procedimento, no entanto, apresenta problemas. Segundo Metri (2007, p. 35), “o espaço de validade de toda e qualquer moeda cartal é, a princípio, justamente o espaço político sobre qual o soberano exerce domínio, no exato alcance dos seus instrumentos de tributação”. Mas no ambiente internacional, prevalece a fragmentação em vários Estados e a competição geopolítica. As unidades soberanas “exercem domínio” apenas sobre seu próprio território, e não existe uma autoridade política com “instrumentos de tributação” de alcance global.

Sem essa autoridade centralizada mundial, os intercâmbios globais têm de estar associados, então, ao uso das moedas nacionais de Estados participantes do sistema, mas que não têm soberania jurídica fora de seu próprio território. Assim, a questão monetária no ambiente internacional apresenta complicações e problemas distintos de uma economia nacional. É necessário entender o que dá validade a uma moeda no plano internacional, na ausência de uma autoridade global constituída. Fica patente que há uma disjunção entre os

limites da soberania política explícita dos Estados emissores das moedas utilizadas internacionalmente, e os territórios em que suas moedas efetivamente operam. O conceito básico de “moeda” deve então ser refinado para se entender a questão da moeda internacional. Ele pode ser aprimorado segundo as funções que a moeda desempenha, ou pelos fatores que dão suporte ao uso internacional de uma moeda emitida nacionalmente, na ausência de soberania política explícita fora de seu território (CHEY, 2013).

A primeira visão procura entender como uma moeda nacional se torna internacional descrevendo as funções que ela exerce. Na medida em que passa a desempenhar os papéis de moeda (meio de troca, unidade de conta e reserva de valor) fora da jurisdição de seu Estado emissor, torna-se uma moeda internacional. Entretanto, como no plano global não há uma autoridade soberana única, mas vários Estados podendo interagir entre si e com agentes privados sob o domínio de outros Estados, cada função da moeda pode ser diferenciada nos níveis público e privado (CHEY, 2013; COHEN, 2011; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Sumariamente, as funções de uma moeda internacional podem ser resumidas assim:

Quadro 1 – As funções da moeda em âmbito internacional

Função	Uso privado	Uso público
Meio de pagamento	Meio de pagamento/moeda veicular	Moeda de intervenção
Unidade de conta	Moeda de denominação	Moeda de referência (âncora)
Reserva de valor	Moeda de investimento e financiamento	Moeda reserva

Fonte: Conti, Prates, Plihon (2013, p. 26).

Essa segregação dos usuários é importante por que entidades privadas e instituições oficiais, como tesouros nacionais e autoridades monetárias, têm demandas de caráter distinto. Os operadores privados geralmente requerem moeda para realizar transações no sentido de aumentar e preservar sua riqueza. Já órgãos governamentais em geral estão menos preocupados com a realização de lucros, mas precisam utilizar alguma moeda para executar suas funções e mandatos enquanto partes de uma entidade soberana. Essas incluem, principalmente, intervenções no mercado cambial, a referência de valor para sua própria moeda, e a denominação das reservas internacionais do país (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Com isso, existe a possibilidade – constatada em larga escala – de um Estado utilizar internacionalmente uma moeda diferente daquela que emite. Os agentes privados, também, podem operar com moedas nacionais diferentes daquela emitida por seu Estado de origem.

Pode-se construir uma taxonomia simplificada, evidenciando todas as seis funções que uma moeda pode exercer no âmbito internacional, como apresentada no Quadro 1. Como meio de troca privado, uma moeda internacional deve participar no faturamento do comércio internacional, e também intermediar transações de ativos financeiros – além de ela própria poder ser um ativo em mercados cambiais. Como meio de troca oficial, uma moeda internacional é utilizada pelos Estados para intervir nos mercados cambiais a fim de alterar as taxas de câmbio e condições de liquidez de sua própria moeda (CHEY, 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Como unidade de conta privada, uma moeda internacional é aquela que precifica e denomina as transações no sistema. Uma unidade de conta oficial é a moeda que serve como âncora ou referência cambial, contra a qual as outras moedas têm seu valor medido. O papel de reserva de valor privado é desempenhado quando uma moeda serve para a preservação intertemporal de valor a agentes fora do território doméstico. Por fim, reserva de valor oficial é a moeda utilizada para preservar o valor dos saldos acumulado pelas autoridades nacionais na relação de seus países com o exterior (CHEY, 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Uma moeda internacional no sistema monetário atual, assim, é uma moeda doméstica que desempenha ao menos uma das funções acima. Na realidade, estas funções estão altamente imbricadas, afetando mutuamente umas às outras. O desempenho de um dos papéis usualmente implica sua utilização em outro – a denominação do comércio internacional ou a referência cambial geralmente acarreta a formação de reservas internacionais na mesma moeda, por exemplo. Deve-se ressaltar também que essa tipologia não é homogênea: dependendo da formulação do padrão monetário vigente, uma das funções pode sobrepor-se às outras (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Essa perspectiva funcionalista permite identificar, assim, as condições para que uma moeda nacional se torne internacional, ao analisar os papéis que ela desempenha para agentes situados em mais de um país. Desse modo, podem coexistir muitas moedas internacionais. Também demonstra que existe uma hierarquia entre elas, dependendo das funções que cada uma exerce. A classificação específica varia, conforme o autor, mas pode-se assumir que as moedas internacionais se dividem entre aquelas “parciais”, que desempenham apenas algumas funções, e as “plenas”, que atendem várias ou todas as funções no ambiente internacional (CHEY, 2013; COHEN, 2011).

Entretanto, esse marco teórico se foca mais nos aspectos puramente econômicos de uma moeda internacional. Deixa de lado as questões políticas envolvidas no relacionamento

entre agentes situados em diferentes Estados, cada um emissor de sua própria moeda soberana, e possivelmente com alguma função internacional. Ao dar destaque a esses aspectos, essa perspectiva funcionalista contribui ao apresentar indicadores econômicos que são observáveis e mensuráveis. Desse modo, é possível realizar comparações quantitativas mais claras. Entretanto, implicitamente indica que a hierarquia entre as moedas seria uma decorrência basicamente de fatores econômicos associados a sua oferta e demanda, ou seja, à utilidade e ao benefício objetivo que gera para os que a utilizam e os que a emitem.

Diferentemente da perspectiva funcionalista, a abordagem “heterodoxa” de Strange (1971) busca identificar as motivações políticas envolvidas na opção dos agentes de usar a moeda de outro Estado, que não o seu de origem, em suas relações externas. Essa visão procura avançar não no sentido de descrever as funções que uma moeda internacional exerce (um procedimento *ex post*), mas indagar o que leva uma moeda (*ex ante*) a ser eleita para ser utilizada naquela função. Para tanto, elabora duas questões fundamentais a serem respondidas ao analisar-se uma moeda internacional: *i*) em que circunstâncias políticas os atores econômicos e políticos de um determinado país usam uma moeda que é emitida ou controlada por outro Estado Nacional?; e *ii*) quais as consequências políticas que podem ser esperadas, para os dois lados, desse uso internacional de uma moeda? (STRANGE, 1971, p. 1).

Essa abordagem considera que a interação política entre duas entidades também valida a utilização de uma moeda fora do espaço territorial de seu Estado emissor. Além de seu valor econômico intrínseco como moeda, é levada em conta a relação entre o Estado emissor e o “receptor” dessa moeda. Dadas as inúmeras situações geopolíticas possíveis dentro de um sistema internacional complexo, também se conclui que devam existir várias moedas internacionais, oriundas de interações diferentes. A partir dessa aceção teórica, também se pode construir uma tipologia entre as moedas internacionais. Elas são divididas entre aquelas utilizadas tanto por causa do poder geopolítico e econômico de seu emissor, aquelas utilizadas somente por seu valor econômico, e aquelas que somente são utilizadas internacionalmente através de negociações políticas por parte do Estado de origem (STRANGE, 1971).

Ambas as interpretações concordam que existe mais de uma moeda “internacional”. Assim, não se trata de fazer uma distinção binária entre moedas que são internacionais e outras que não. As diversas funções econômicas e situações geopolíticas em que as moedas internacionais podem se apresentar abrem espaço para que haja uma distinção entre categorias diferentes de moedas. Também é comum às duas visões que existe uma hierarquia entre as moedas que são mais e que são menos utilizadas.

Desse ponto de vista, uma noção relevante é a de conversibilidade internacional das moedas. Ela trata da possibilidade, facilidade e interesse, em termos econômicos e políticos, de estrangeiros adquirirem e transacionarem com a moeda de um Estado diferente do seu. Para ser efetivamente utilizada no plano internacional, uma moeda deve ser tanto acessível quanto desejada por agentes não residentes no território do Estado emissor. Assim, uma moeda internacional desempenha as funções clássicas de moeda tanto por determinantes econômicos quanto por considerações políticas, ainda que algumas funções (como a reserva de valor dos bancos centrais) sejam intrinsecamente ligadas às questões de poder.

Desse modo, há moedas nacionais que são inconversíveis no plano externo (não são transacionadas nos mercados internacionais, seja por entraves políticos ou por não terem valor econômico relevante), não desempenhando nenhum papel no sistema monetário. Além delas, existem aquelas que são conversíveis, em maior ou menor grau. As funções que essas realizam vão depender de seu valor econômico nos mercados mundiais, ou do poder geopolítico do Estado emissor (ROSSI, 2008)². Essas funções também não seguem uma classificação binária – desempenha ou não tal papel – mas uma interpretação gradativa: há moedas que pontualmente servem como divisa internacional, por exemplo, enquanto outras formam a maior parte da reserva de valor acumulada pelos Estados.

Uma moeda internacional, assim, é aquela que apresenta algum nível de conversibilidade, servindo a não residentes nas suas decisões de gasto e alocação de riqueza. Aqui, certa hierarquia também se apresenta entre as moedas internacionais. Desde aquelas que são inconversíveis em termos práticos (podem ser utilizadas, mas muito pouco das transações globais passa por elas), àquelas que são pouco conversíveis e que desempenham funções internacionais apenas pontualmente, até as plenamente conversíveis, que são transacionadas internacionalmente sem qualquer barreira legal, fiscal ou regulatória do Estado emissor.

A tendência é que um número menor de moedas esteja nos patamares superiores da hierarquia internacional. As que têm um valor econômico relevante (são estáveis, contam com mercado doméstico relevante, são bem conectadas à economia global, etc.) e cujo Estado tem capacidade de impor ou negociar sua utilização internacional, são poucas. Chega-se a uma situação em que uma única moeda-chave organiza e ancora todo o sistema monetário e financeiro internacional. Isso não exclui que outras moedas continuem desempenhando papéis internacionais, mas ao fim, todas as transações serão referenciadas e validadas nessa moeda central (CHEY, 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; ROSSI, 2008).

² A noção de conversibilidade utilizada pelo autor é diferente da empregada aqui, contudo, a ideia de uma pirâmide de conversibilidades surge dessa referência.

2.2 Determinantes de uma moeda internacional

Porém, para que uma moeda seja utilizada internacionalmente, não basta que seu emissor a torne acessível a agentes estrangeiros. A mera vontade de internacionalizar não é uma condição suficiente. A conversibilidade de uma moeda no cenário mundial depende também da existência de um mercado internacional ativo e líquido, formado por empresas, agentes públicos e mecanismos institucionais, em que ela possa ser utilizada. Existem, assim, fatores políticos e econômicos a determinar quais moedas são efetivamente transacionadas no sistema internacional (CHEY, 2013).

Então, tem-se que encontrar o que determina qual moeda cada agente usa, ou poderia usar. Por seu turno, isso determina quantas moedas nacionais são realmente utilizadas em âmbito internacional. Essa determinação é pautada pelo padrão vigente do sistema monetário, mas também influencia essa configuração: “A demanda dos agentes internacionais pelas distintas moedas não é *ad hoc* ou fruto de preferências subjetivas, mas condicionada pelas características já instituídas do sistema” (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 56).

Esses determinantes também podem ser divididos, sumariamente, entre os campos político e econômico – ainda que eles se influenciem e interliguem mutuamente. Assim, eles são apresentados aqui conforme essa categorização. As condições econômicas dizem respeito às características da economia nacional do Estado emissor para que sua moeda possa ser conversível nos mercados internacionais. São três os principais determinantes econômicos.

Primeiro, sua dimensão econômica e sua integração com a economia mundial, medidos pelo PIB e pelo grau de participação nas transações comerciais e financeiras internacionais. Em segundo lugar, a confiança na estabilidade do valor dessa moeda, geralmente atribuída à taxa de inflação e à de câmbio. A terceira condição é a existência de mercados financeiros amplos, profundos, seguros, líquidos e abertos a estrangeiros, denominados e transacionados nessa moeda. Estes geralmente estão presentes em território nacional, mas também podem se apresentar como mercados *offshore* – muito importantes no caso da China e do RMB. Essas variáveis podem ser medidas, respectivamente, pelo valor do estoque de ativos financeiros denominados nessa moeda, pela razão entre esse estoque e o PIB do Estado emissor, e pelo grau de participação de estrangeiros nesse estoque (CHEY, 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; HELLEINER, 2008).

Os determinantes políticos estão relacionados às percepções de poder e estabilidade do Estado emissor de uma moeda internacional. Eles podem ter influência direta ou indireta sobre esse uso internacional. Pela via indireta, impactam os determinantes econômicos acima

descritos, através das políticas adotadas pelo governo (CHEY, 2013; HELLEINER, 2008). Assim, por exemplo, as políticas fiscal e monetária de um país afetam as taxas de inflação e de câmbio. O marco regulatório nacional afeta a operação dos mercados financeiros; e a política externa pode aumentar ou diminuir a rede de transações internacionais daquele país.

Pela via direta, existem dois determinantes: o poder geopolítico e o voluntarismo de um Estado para com sua moeda. Apesar de ser um conceito difícil de definir e mensurar, parece claro que um Estado com maior poder na arena internacional, seja no nível material, simbólico ou estrutural (KIRSHNER, 1997), tem maior capacidade de impor ou negociar o uso de sua moeda com outros atores. Ainda que seja difícil apontar indicadores razoáveis para poder, ao menos no topo a hierarquia internacional parece bem explícita.

O outro determinante político de incidência direta é o voluntarismo: a decisão, por parte de um Estado, de permitir, apoiar, dificultar ou impedir o uso de sua moeda em nível internacional. Tal decisão tem relação com a posição internacional do país em questão e com as interações que ele executa com outros atores. Assim, as políticas públicas com esse fim devem ser avaliadas qualitativamente, sendo difícil apontar uma rota pré-estabelecida para a internacionalização de uma moeda (CHEY, 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

É importante notar que cada determinante apontado aqui, individualmente, é condição suficiente, mas não necessária para que uma moeda seja utilizada internacionalmente. Certas moedas desempenham parcialmente funções internacionais, atendendo a apenas algumas das condições econômicas e políticas arroladas. Outras podem ser largamente utilizadas, mesmo prescindindo de alguma dessas mesmas condições. Inversamente, algumas moedas podem apresentar vários desses determinantes, mas sua utilização internacional não ser relevante.

O franco suíço, por exemplo, é uma moeda que dificilmente pode ser apontada como partindo de uma economia nacional pujante, com um Estado poderoso e atuante para defender seu uso. Entretanto, ele é uma das moedas internacionais mais utilizadas nos mercados financeiros privados. O euro é a segunda moeda mais importante no sistema moderno, e parece encaixar-se bem nos determinantes apontados acima, ainda que prescinda do voluntarismo do Banco Central Europeu de fomentar seu uso internacional. O *renminbi* chinês, objeto de estudo deste trabalho, apresenta boas credenciais para ser uma moeda amplamente conversível, ainda assim, seu uso nos mercados mundiais é restrito.

O peso relativo de cada um dos determinantes elencados também muda de acordo com a situação concreta. A formulação do padrão monetário internacional pode colocar maior proeminência em um ou outro determinante. Entretanto, o conjunto desses elementos é

importante para que uma moeda se destaque na hierarquia internacional. Desse ponto de vista, quanto mais destacada uma moeda for (ou pretender ser), mais esses determinantes tornam-se relevantes. E eles são indispensáveis para que uma moeda atue como elemento central ou dominante no sistema monetário internacional. A moeda nacional que fazer às vezes de âncora do sistema apresentará, necessariamente, todos os determinantes descritos.

Entretanto, a utilização das moedas não é um resultado linear da medição desses determinantes. Admite-se a existência de certa inércia e dependência de trajetória, pelas configurações passadas do sistema. Assim, para analisar a forma concreta do sistema atual, ou de um caso específico, como a internacionalização do RMB, é preciso mais que uma extrapolação mecânica dos determinantes elencados. As condições históricas e a situação presente do sistema monetário internacional também afetam esses processos, assim como as capacidades dos Estados (CHEY, 2013; COHEN, 2011; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

2.3 Benefícios e custos para o Estado emissor de uma moeda internacional

O uso internacional das moedas é o que torna possível o funcionamento de um sistema monetário internacional, visto a inexistência de uma autoridade central no plano internacional. A internacionalização de moedas nacionais certamente traz benefícios ao sistema. Entretanto, as vantagens para o Estado emissor são mais difusas e ambíguas (CHEY, 2013). É necessário, então, encontrar as razões desse processo de internacionalização.

Para resolver essa questão, a literatura especializada geralmente se apoia em análises do tipo custo-benefício, para auferir o resultado líquido de tal processo. Assim, podem-se elencar os custos e os benefícios para o Estado emissor de ter sua moeda utilizada por agentes fora de sua soberania direta. Congruente com o restante da interpretação, as vantagens e desvantagens também são apresentadas como sendo de ordem política e econômica, ainda que, mais uma vez, seja difícil fazer uma separação definitiva e existam interconexões importantes entre os dois campos.

Os custos econômicos de uma moeda conversível derivam do aumento e maior instabilidade na demanda por essa moeda. Isso pode impactar a política monetária doméstica, dificultando a persecução de objetivos e mesmo resultando em perda do controle sobre importantes variáveis macroeconômicas. Também pode aumentar a volatilidade dos fluxos internacionais e dos preços na economia nacional, gerando o risco de crises financeiras (CHEY, 2013). A experiência japonesa de internacionalização do iene dos anos 1980 e 1990 é emblemática nesse sentido (TORRES FILHO, 1997).

Relacionado a esse custo econômico, tem-se um custo político implícito caso o Estado necessite (e queira) defender a posição internacional de sua moeda, por meios políticos ou econômicos. Objetivos domésticos podem ter que ser sacrificados ou adiados por políticas que visem exclusivamente a manutenção de um *status* internacional da moeda (CHEY, 2013; COHEN, 2011). A negociação sobre a continuidade do uso da libra como reserva internacional, após a Segunda Guerra Mundial, é um exemplo dessa situação (STRANGE, 1971). Quanto mais elevada for a posição de uma moeda na hierarquia internacional e maior for sua importância sistêmica, tanto maior serão os custos e as expectativas para sua defesa, produzindo uma espécie de responsabilidade tácita sobre o bom funcionamento do sistema monetário internacional. Entretanto, essa situação não é mandatória: a decisão de suspender a conversibilidade do dólar em ouro, em 1971, efetivamente pôs fim ao sistema monetário de Bretton Woods, ainda que a moeda norte-americana fosse o pilar de sustentação do regime.

Em contrapartida, uma moeda internacional também gera benefícios econômicos para seu emissor. Esses podem ser tanto microeconômicos quanto macroeconômicos. No primeiro caso, podem ser sintetizados como uma redução dos custos de transação para os nacionais ou residentes da economia doméstica: ganho de lucros para o setor bancário através do acesso facilitado ao emissor da moeda, facilidade para as empresas fazerem negócios no exterior em sua própria moeda, diminuição do risco cambial e *hedge* facilitado, etc. (COHEN, 2011).

Do ponto de vista macroeconômico, dois benefícios se apresentam. Uma moeda internacional concede, em primeiro lugar, ganhos de senhoriagem a seu emissor. Estrangeiros aceitam trocar seus bens e serviços para simplesmente ter acesso àquela moeda, cujo custo de produção é baixíssimo ou até nulo, dependendo do instrumento. A outra vantagem é a habilidade de financiar déficits externos em sua própria moeda. Isso diminui ou mesmo elimina os limites que os desequilíbrios do balanço de pagamentos impõem sobre as políticas fiscal e monetária, resultando em maior flexibilidade para elas (CHEY, 2013; COHEN, 2011).

Esse último benefício também gera uma vantagem política. É o “privilegio exorbitante” conferido aos EUA pela centralidade do dólar sob o arranjo de Bretton Woods, reclamado pelos franceses na década de 1960 (EICHENGREEN, 2011). Sendo o gestor de uma moeda utilizada internacionalmente, o Estado emissor pode adiar, defletir, ou evitar um ajustamento externo, através do controle da emissão de sua moeda (CHEY, 2013; COHEN, 2011). Pela mesma via, esse Estado pode influenciar o comportamento de outros agentes que utilizam e dependem de sua moeda, seja pela via direta da coerção, pela transformação da

percepção desses atores sobre seus próprios interesses, ou pela mudança das estruturas em que o sistema opera (KIRSHNER, 1997).

A análise de custos e benefícios de uma moeda internacional não deve ser estática nem mecânica. Essas variáveis dependem das funções desempenhadas, do grau de conversibilidade e da situação geopolítica em que as moedas estão inseridas. A relevância dada a cada consequência e como elas impactam os atores também podem ser diversas. É, portanto, necessário inferir se o resultado líquido de se ter uma moeda internacional é positivo ou negativo para seu emissor, tendo em vista seu caso particular. O restante do trabalho procura esclarecer esses pontos com relação ao projeto de internacionalização da moeda chinesa, levando em conta os aspectos teóricos levantados aqui.

3 O sistema monetário internacional do dólar-flexível

Sob os auspícios do padrão monetário de Bretton Woods, houve uma “Idade de ouro” do capitalismo, ao menos nas economias centrais (EICHENGREEN, 2000). Tal período foi marcado por altas taxas de crescimento e relativa estabilidade macroeconômica. Embora o sistema monetário-financeiro que realmente operou durante as três décadas em que os acordos vigoraram oficialmente possa não ter sido exatamente igual ao que foi firmado ao fim da Segunda Guerra³ (CINTRA; MARTINS, 2013), o fato é que, pelo menos em parte, a retomada do desenvolvimento no Ocidente pode ser atribuída ao arranjo do pós-guerra.

A China, entretanto, estava fora do sistema monetário internacional no período. Após a vitória do Partido Comunista na guerra civil, o país colocou-se contrário ao “bloco capitalista”, oposto às instituições e padrões liderados pelos EUA (KISSINGER, 2011). Desse modo, não participou do amplo espectro de crescimento e estabilidade que desfrutaram as principais economias capitalistas. Ainda assim, logrou realizar a industrialização de sua economia, principalmente nos segmentos de base (NAUGHTON, 2007).

Apesar do crescimento experimentado pelas economias centrais, o arranjo monetário não foi livre de contradições. Havia certa tensão entre os papéis exercidos pelo dólar – de meio de transação e de reserva de valor com oferta inelástica, já que devia respeitar uma paridade fixa com o ouro. À medida que a reconstrução do pós-guerra prosseguia e mais países iam aderindo (*de facto* e não apenas no papel) às provisões dos acordos de Bretton Woods, as pressões sobre a paridade, e por fim sobre a própria conversibilidade, aumentavam. Ao fim, a questão pode ser resumida da seguinte maneira:

“se o país central tem déficits persistentes, a conversibilidade e a sobrevivência do sistema serão ameaçadas. Mas se, por outro lado, o país central evitar déficits na balança de pagamentos à guisa de manter a moeda-chave com uma cobertura razoável em ouro, o comércio mundial não poderá crescer satisfatoriamente, pois haverá uma crônica falta de liquidez internacional” (SERRANO, 2002, p. 256)⁴

O problema se agudizou ao final da década de 1960, chegando a um impasse. A conversibilidade do dólar em ouro atingia o limiar de ruptura. Diante dessa situação, os EUA ou realizavam alguma forma de ajuste em sua economia para dar resposta a seus déficits externos, ou o restante dos países correria para converter suas reservas de dólares em ouro

³ Sobre a discrepância entre os acordos assinados em Bretton Woods e o funcionamento prático do padrão monetário no período, conferir Eichengreen (2000; 2011), Serrano (2004); Helleiner (1994).

⁴ O debate sobre as inconsistências do regime de Bretton Woods, inaugurado pelo “dilema de Triffin”, é extenso e foga do escopo deste trabalho. Conferir Eichengreen (2000); Serrano (2002), Moffitt (1984); Walter (1993).

junto ao FED, que não tinha um estoque suficiente para honrar suas obrigações. O governo norte-americano enfrentava um dilema: queria, ao mesmo tempo, desvalorizar o dólar para atenuar seus desequilíbrios externos, mas não comprometer o papel internacional de sua moeda, que aconteceria com uma desvalorização (SERRANO, 2002). Ao invés de abrir mão de seu “privilégio exorbitante”, a decisão foi romper unilateralmente o padrão monetário em 1971, suspendendo-se a conversão de dólares em ouro por parte de bancos centrais estrangeiros (EICHENGREEN, 2011; TORRES FILHO, 2014).

Com a fim da possibilidade de transformar seus saldos externos em ouro, os países centrais deixaram de tentar defender as paridades cambiais acordadas anteriormente. Assim, o dólar passou a flutuar livremente contra outras moedas. Tentativas de ajustar o sistema e preservar algumas de suas características, como o acordo no Instituto Smithsonian, mostraram-se infrutíferas. Os EUA abandonam definitivamente as taxas cambiais fixas em 1973, promovendo uma desvalorização do dólar e deixando de operar politicamente para preservar uma paridade pré-estabelecida (BRAGA; CINTRA, 2004; EICHENGREEN, 2011). Rompiam-se assim definitivamente os acordos de Bretton Woods. Entretanto, o fim desse padrão de operação do sistema monetário internacional não significou a emergência automática de um novo arranjo. Ao contrário, a transição a uma nova formatação foi lenta, e envolveu processos complexos, que por sua vez deram forma ao novo padrão que emergiu na década de 1980, caracterizado aqui como padrão “dólar-flexível”. A reinserção da China no sistema também se daria nessa época, em meio a esses desdobramentos.

3.1 Globalização financeira e origem do sistema monetário contemporâneo

Concomitante ao fim do padrão monetário de Bretton Woods houve o início de um movimento de desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros. Durante a vigência do arranjo anterior, os movimentos internacionais de capital haviam sido reprimidos, e os sistemas financeiros domésticos segmentados e fortemente regulamentados. Havia um entendimento de que esses eram geradores de instabilidade e trariam dificuldades à coordenação das taxas cambiais fixas.

Entretanto, a partir do início da década de 1970 a visão dominante sobre o papel do capital financeiro começou a mudar, passando a enxergar-se nesses mercados, nos fluxos internacionais de capitais e em taxas flexíveis de câmbio uma maneira de impelir ajustes macroeconômicos aos países (HELLEINER, 1994). Esse ajuste seria feito via mercado, ao invés de recorrer-se a negociações políticas e organismos internacionais como era previsto

nos acordos de Bretton Woods. Assim, aventava-se maior importância aos capitais privados, em oposição ao sistema antigo, que exigia estreita coordenação entre os governos para a manutenção dos alinhamentos cambiais. Essa desmontagem do regime de Bretton Woods é a origem de um sistema financeiro globalizado contemporâneo (TORRES FILHO, 2015b, p. 10), mas que só veio a tornar-se plenamente funcional a partir da década de 1980.

A visão sobre o papel dos fluxos financeiros privados não era apenas econômica, mas também política. A paridade fixa com um lastro em ouro do padrão Bretton Woods impunha certa limitação à flexibilidade da política macroeconômica dos EUA – caso o compromisso de manter tal paridade fosse respeitado. Findado o arranjo, não havia mais a necessidade de manter reprimido o capital financeiro. O tamanho e a atratividade do sistema financeiro norte-americano, mesmo em relação às outras economias avançadas, eram incomparáveis. Uma ordem financeira e monetária sem a intervenção política dos governos estrangeiros garantiria a continuidade de sua proeminência e a do dólar. Era positivo para a potência central, assim, garantir papel importante para os capitais privados na nova ordem, especialmente para o seu próprio (HELLEINER, 1994; PANITCH; GINDIN, 2012). Desse modo, o desenvolvimento de tal sistema financeiro globalizado baseado num “dólar-flexível” é consequência de inovações trazidas pelos mercados privados, mas também da estratégia dos Estados – principalmente EUA – em promover seu interesse:

“A liderança dos EUA [na liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros] é mais bem entendida como um produto de sua posição hegemônica nas finanças globais. [...] essa posição dava aos EUA não apenas a capacidade, mas o desejo de promover uma ordem financeira internacional aberta e liberal. Esse desejo de agir como um líder financeiro, entretanto, derivava não tanto de um objetivo de prover um bem público global, mas de um objetivo de usar a ordem financeira aberta para manter sua autonomia de política frente a crescentes constrangimentos internos e externos” (HELLEINER, 1994, p. 201-202, tradução própria⁵)

Tal processo requeria que não houvesse barreiras à livre mobilidade internacional de capitais. Em 1973, os EUA anunciaram o fim dos controles de capitais em vigor no país, impostos no final da década de 1960 como meio de salvaguardar a paridade entre o dólar e o ouro, num momento em que aumentavam os passivos externos americanos. Ao mesmo tempo,

⁵ No original: “The leadership of the United States is best understood as a product of its hegemonic position in global finance. [...] this dominant position gave the United States not only the capability but the desire to promote an open, liberal international financial order. Its desire to act as a financial leader, however, stemmed not so much from a goal of wanting to provide an international public good as from the objective of using the open financial order to maintain its policy autonomy in the face of growing internal and external constraints”.

o governo norte-americano moveu-se no sentido de desregular seu sistema financeiro doméstico (EICHENGREEN, 2000; TORRES FILHO, 2015b).

As demais economias avançadas também foram paulatinamente desregulamentando seus sistemas financeiros domésticos e abolindo seus controles de capitais. Na maioria das vezes, a liberalização foi um meio de aumentar a competitividade de seus mercados financeiros, diante da atratividade que os mercados norte-americanos já liberalizados apresentavam (TORRES FILHO, 2015b, p. 15). Especialmente o governo da Inglaterra, que tinha interesses em afirmar Londres como um centro financeiro mundial, foi um dos entusiastas da globalização financeira (HELLEINER, 1994).

Houve, entretanto, resistências políticas à nova ordenação ensejada. Já em 1972, os países da então Comunidade Europeia criaram um mecanismo monetário comum – a “serpente no túnel” – para diminuir a volatilidade cambial entre suas próprias moedas⁶ (EICHENGREEN, 2011; TORRES FILHO, 2014). No Japão, o governo inicialmente resiste às pressões do Departamento do Tesouro por maior liberalização no seu sistema financeiro, buscando preservar seu controle estrito da alocação de crédito que possibilitava o modelo de desenvolvimento econômico japonês (PANITCH; GINDIN, 2012; TORRES FILHO, 1997). Alguns movimentos “dissidentes” de tentativa de mudança de curso frente à globalização financeira foram de monta, mas acabaram ganhando destaque exatamente por seu fracasso – levando a alguns analistas, tanto contemporâneos quanto posteriores, a colocar a liberalização como inevitável. O partido trabalhista na Inglaterra, até 1976, e o governo de Mitterand na França, eleito em 1981, tentaram reintroduzir controles de capitais e aderir a um programa de maior gasto público para compensar a instabilidade macroeconômica do período. Ambos foram malsucedidos (HELLEINER, 1994; PANITCH; GINDIN, 2012).

Num primeiro momento, a globalização financeira repercutiu mais, e houve maior pressão política e dos capitais privados, para a liberalização nos países desenvolvidos. Especialmente, naqueles cuja moeda tinha alguma importância na hierarquia internacional. A periferia aderiu ao movimento de desregulamentação dos mercados financeiros e fim dos controles de capitais no decurso das décadas de 1980 e 1990.

A China, especificamente, caminhava no sentido contrário, e veio a abrir gradualmente seu sistema financeiro doméstico apenas no início dos anos 2000. Depois da aproximação geopolítica com os EUA e de sua reinserção na economia mundial no início da década de 70 (KISSINGER, 2011), o país aumentou seus contatos econômicos com o exterior.

⁶ Para uma análise da evolução dos mecanismos monetários europeus, conferir Eichengreen (2011), capítulo 4.

Principalmente, o mercado consumidor norte-americano foi aberto às exportações chinesas, enquanto fluxos de IDE ingressavam em território chinês (MEDEIROS, 1999). Entretanto, enquanto o país liberalizava e internacionalizava seu regime comercial e permitia investimentos estrangeiros, ia-se montando um regime restritivo de controles financeiros e de capital (NAUGHTON, 2007). Tal regime persiste, em certo grau, até hoje, e tem consequências importantes para o projeto de internacionalização do RMB.

A partir desses desdobramentos, os mercados financeiros internacionais reorganizam-se para operar sob as novas condições: primeiro com câmbio e juros flutuantes, e lentamente nos outros mercados. Entretanto, a consolidação definitiva de um novo padrão para o funcionamento daqueles mercados demoraria até meados da década de 1980. Até lá, a economia internacional é marcada por forte instabilidade, com inflação elevada, volatilidade cambial, choques de preços e taxas de juros reais baixas. Note-se que, mesmo com taxas nominais altas, a inflação nos países centrais era persistentemente maior, fazendo com que as taxas reais se mantivessem baixas ou mesmo negativas (MOFFITT, 1984; TORRES FILHO, 2015b). As questões geopolíticas na década de 70, principalmente os dois choques do petróleo e a retirada forçada dos EUA no Vietnã, exacerbavam a instabilidade no sistema.

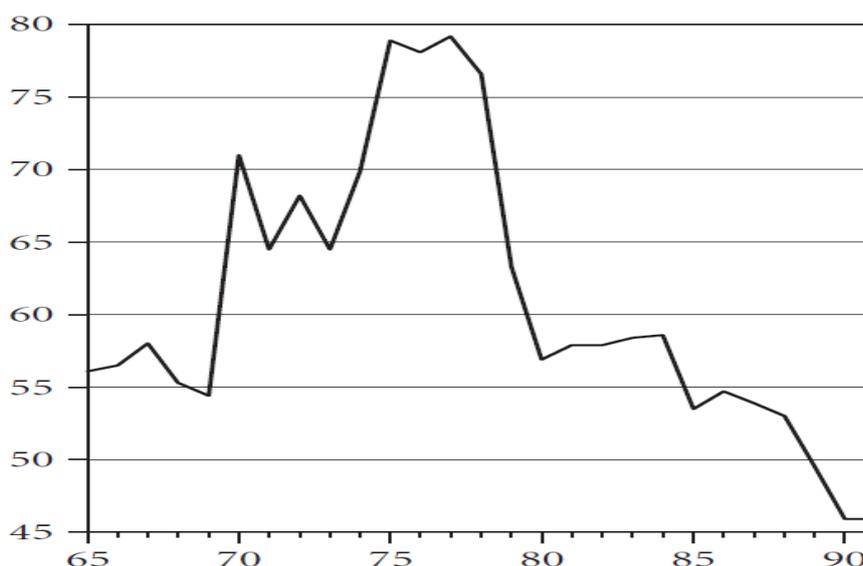
Começou a formar-se, durante a década de 1980, um sistema financeiro global unificado, onde os capitais podiam fluir com maior liberdade, tanto entre segmentos de mercado quanto entre países. Isso dá origem a novas tendências nos mercados financeiros, como novas famílias de instrumentos, novos tipos de agentes e de estratégias de ganho (TORRES FILHO, 2015b). A composição da riqueza vai se alterando, crescendo a participação dos investimentos financeiros, mesmo entre as famílias e empresas de setores não financeiros. Com o progressivo fim dos controles de capitais, cresce também a participação de estrangeiros nos mercados financeiros nacionais (BELLUZZO, 1999; WALTER, 1993).

Entretanto, a inflação alta, taxas de juros reais negativas, instabilidade e o fraco desempenho econômico – quando comparados à “Idade de Ouro” dos anos 50 e 60 – fez com que os agentes buscassem afastar-se do dólar e procurar maior diversificação na segunda metade da década de 1970. Os bancos centrais estrangeiros, especialmente, tentavam encontrar alternativas onde depositar suas reservas internacionais. No plano externo, déficits no balanço de pagamentos e a política monetária considerada frouxa suscitavam especulação contra a moeda americana, que agora flutuava em relação ao valor das outras moedas (BRAGA; CINTRA, 2004; EICHENGREEN, 2011). A desregulamentação dos mercados

financeiros facilitava os movimentos internacionais de capitais, em busca de maior estabilidade e ganhos.

O arranjo da “serpente europeia” foi uma das tentativas de construção de um padrão monetário alternativo à instabilidade dos mercados e da moeda americana. As moedas que faziam parte do regime flutuavam buscando manter seu valor contra uma moeda europeia – no caso o marco alemão, considerado a mais estável e cujo banco central gozava de maior prestígio internacional, o que incentivava os países a manterem reservas nessa moeda. A OPEP faz várias ameaças de passar a cotar sua produção de petróleo em outra moeda, e a Arábia Saudita passava a desfazer-se de suas reservas em dólar (EICHENGREEN, 2011; TORRES FILHO, 2015b). A importância crescente do Japão no comércio e no investimento asiático fez com que os países da região buscassem atrelar suas políticas macroeconômicas aos movimentos do iene. Por volta dessa época, tanto a moeda japonesa quanto o marco alemão passaram a despontar como moedas internacionais fortes (TAVARES, 1997, p. 32). Apesar de não terem sido tentativas explícitas de substituir o dólar, e às vezes, terem sido mesmo movimentos involuntários, esses arranjos serviram para diversificar marginalmente o sistema monetário internacional (COHEN, 2014; FRANKEL, 2011). No geral, a moeda americana perde participação nos fluxos e estoques mundiais nesse período.

Figura 1 – Participação percentual do dólar nas reservas oficiais



Fonte: Eichengreen (2011, p. 63), modificado pelo autor.

Entretanto, a “fuga” do dólar não era algo simples – assim como hoje não é, basicamente pelos mesmos motivos. Apesar da ascensão de algumas moedas como possíveis concorrentes, não havia opções factíveis que apresentassem as mesmas qualidades. A globalização financeira apenas acentuou a questão, em vez de prover alternativas viáveis (PRASAD, 2014, p. 11). Os EUA continuavam sendo a maior economia do mundo, com a maior participação no comércio e investimentos mundiais. Os mercados financeiros eram muito mais desenvolvidos naquele país do que em todos os outros. Com a situação geopolítica da Guerra Fria ainda inspirando temor, o poderio militar norte-americano continuava a ser um fator de segurança extra-econômico para a operação dos mercados. Assim, com a crescente liberalização dos capitais financeiros, o sistema doméstico americano (tanto privado quanto de títulos e bônus do governo) promovia uma atração quase incomparável para o dólar.

Diante desse quadro de instabilidade interna e perda de prestígio externo, após quase uma década de hesitação e indefinição, as autoridades americanas dão passos decisivos para a retomada da estabilidade macroeconômica e controle financeiro no final da década de 1970. Um novo agrupamento político, de orientação conservadora, ganha força no cenário político americano, principalmente após a eleição de Ronald Reagan em 1980, apesar de o principal movimento ter ocorrido ainda na presidência de Carter. Decide-se reinstaurar a política de enfrentamento da Guerra Fria; e ao mesmo tempo recuperar a proeminência na economia mundial, enquadrando as demais economias capitalistas – especialmente os principais “parceiros-competidores”, Alemanha e Japão – aos movimentos macroeconômicos dos EUA (CINTRA; MARTINS, 2013; TAVARES, 1997).

Os instrumentos para derrotar o adversário geopolítico foram uma “diplomacia das armas”, com uma nova corrida armamentista e o programa de “Guerra nas Estrelas”; e uma “diplomacia do dólar forte” para reordenar o sistema financeiro e monetário internacional (TAVARES; MELIN, 1997, p. 56). Assim, as lideranças norte-americanas desistem de tentar coordenar o sistema monetário de modo multilateral, tomando em suas mãos o enfrentamento do problema (MOFFITT, 1984; SERRANO, 2004).

O principal dispositivo da esfera econômica para restabelecer a centralidade do dólar e financiar uma reação frente à URSS foi a política monetária. Foi executado um “choque de juros”, com uma escalada dos juros de curto prazo operados pelo FED entre 1979 e 1981 (EICHENGREEN, 2000; TAVARES, 1997). A elevação dos juros vinha tanto para combater a inflação interna quanto como resposta à fuga de capital e conseqüente diminuição do prestígio internacional do dólar.

No plano doméstico, a política do dólar forte foi bem-sucedida em combater a inflação, mas mergulhou os EUA – e o restante do mundo, por consequência – numa recessão durante três anos (SERRANO, 2004; TAVARES, 1997). O déficit público passa a aumentar em razão da queda da arrecadação, proveniente do corte de impostos e do crescimento dos gastos da “diplomacia das armas”. Com o déficit em expansão, a alta na taxa de juros aumentou geometricamente a dívida pública norte-americana (CINTRA; MARTINS, 2013).

Já no plano externo, a elevação das taxas de juros de curto prazo produziu um efeito cascata sobre as taxas de juros de mercado. Com a desregulamentação e o fim dos controles de capital no início da década, houve um aumento da liquidez e abundância de crédito no sistema, a despeito da crescente instabilidade. Como muitas das operações de empréstimo internacional eram contratadas a juros flutuantes, principalmente dos bancos privados para as economias em desenvolvimento, o choque de juros provocou uma crise generalizada das dívidas externas nos países da periferia (MOFFITT, 1984; SERRANO, 2004; TAVARES, 1997). À moratória mexicana em 1982, seguiram-se outras moratórias e crises cambiais pelas décadas de 80 e 90 por toda periferia. Esses países ficaram efetivamente fora do circuito de crédito internacional, voltando a inserir-se apenas quando realizaram reformas de cunho neoliberal e ganharam a “aprovação” do mercado internacional.

Ao mesmo tempo, as economias avançadas experimentaram uma fuga de capitais, atraídos pelas altas taxas de juros norte-americanas. Desse modo, esses países são impelidos a um ajuste recessivo, elevando suas próprias taxas de juros, independente da situação macroeconômica doméstica. Mesmo diante de tentativas de resistência, a pressão dos mercados privados fez com que todos os países desenvolvidos viessem a alinhar suas políticas macroeconômicas ao ciclo da economia central e à tendência de sua taxa de juros e de sua moeda (TAVARES, 1997).

O calote dos países devedores e a volatilidade macroeconômica dos países centrais gerou um pânico financeiro internacional. Os capitais privados buscaram se resguardar nas grandes praças financeiras, sobretudo em ativos considerados seguros. O mercado norte-americano continuava a ser o mais aberto, desenvolvido e com maior liquidez, e a decidida “diplomacia do dólar forte” demonstrava que o governo faria o possível para manter a posição internacional do dólar. Assim, o sistema financeiro dos EUA, e especialmente os títulos da dívida emitidos pelo Tesouro, tornam-se o porto seguro para os ativos internacionais.

Com a recuperação da posição do dólar, a globalização financeira avança mais rapidamente, do centro para a periferia do sistema – primeiro, a Inglaterra; depois Japão e

Europa Ocidental; América Latina; e por fim Leste Asiático e a antiga periferia soviética. Os países centrais, agora acoplados aos desdobramentos da economia americana, foram seguindo seu exemplo, abolindo controles de capitais e liberalizando os setores financeiros, buscando uma nova forma de inserção na economia mundial. A transição para uma nova ordem monetária só se consolidou em meados da década de 1980, quando se completou a transição dos principais mercados financeiros (o último foi o mercado internacional de petróleo) para operação com preços flutuantes e livre mobilidade do capital (TORRES FILHO, 2015b). Ao mesmo tempo, vai-se confirmando a vitória dos EUA e do bloco capitalista sobre a URSS, com a desagregação do sistema político e econômico do bloco socialista.

A partir de então, normalizam-se as taxas de juros, diminui a instabilidade e o sistema volta a funcionar de modo “automático”. Os mercados financeiros privados passam a operar regularmente sob as novas condições, premindo o ajustamento dos mercados domésticos e das economias nacionais, principalmente na periferia. Os governos das economias centrais passam a intervir no mercado apenas pontualmente, quando há sinais de maior instabilidade ou risco de ruptura em algum segmento importante dos mercados financeiros. As crises, a partir de então, passam a ser de natureza parcial e localizada, ao menos até a crise de 2008.

Progressivamente, o dólar se fixa novamente como âncora do sistema monetário e financeiro internacional. As flutuações nas taxas de juros e de câmbio das demais moedas ficam atreladas aos movimentos da moeda central (TAVARES, 1997). A economia americana passa a apresentar déficit fiscal e externo de natureza crônica, decorrente da própria estratégia de reordenação do sistema. Os títulos de dívida emitidos são, em sua maioria, absorvidos por investidores estrangeiros, pois são os ativos considerados mais seguros e líquidos no sistema⁷. Assim, o país se converteu em devedor externo líquido, à medida que sua dívida pública foi transformando-se em dívida externa. Entretanto, como não há mais conversibilidade no ouro, essa dívida pública não representa nenhuma restrição às políticas macroeconômicas dos EUA. Ao contrário, é sobre ela que se sustenta a supremacia do dólar e de seu mercado financeiro. Déficits gêmeos (fiscal e em conta corrente) norte-americanos fomentam a globalização financeira, baseada num novo padrão “dólar-flexível”, com câmbio flutuante e crescente liberalização dos fluxos de capital (BRAGA; CINTRA, 2004; CINTRA, MARTINS, 2013).

⁷ Segundo Prasad (2014, p. 91-93), até junho de 2013 cerca de 56% da dívida pública norte-americana detida por investidores privados estava nas mãos de estrangeiros.

3.2 Funcionamento sob um padrão dólar-flexível

Assim, a partir de meados da década de 1980, formou-se um novo padrão de funcionamento do sistema monetário internacional, que aqui será denominado “dólar-flexível” (SERRANO, 2002). O regime de Bretton Woods é desmontado: são eliminados os controles sobre os fluxos internacionais de capital, as taxas cambiais fixas e a conversibilidade do dólar com o ouro em um valor estável. Em lugar disso, os países passam a acumular reservas internacionais em moedas conversíveis, o valor de todas as moedas flutua umas em relação às outras (apesar de que muitos países continuam intervindo fortemente nos mercados cambiais para assegurar o valor e a estabilidade de suas moedas – na prática, uma “flutuação limpa” é quase inexistente) e os capitais fluem livremente na maioria dos países (MOFFITT, 1984; WALTER, 1993).

Entretanto, o dólar continua ser a moeda-chave do sistema. Cumpre por excelência todas as funções de uma moeda internacional, com alcance global e em todos os segmentos do sistema. A rigor, os agentes, tanto públicos quanto privados, não estão condicionados por nenhum acordo internacional ou equivalente. Mas a utilização de outras moedas é pequena, derivando de uma estratégia de diversificação de ativos ou circunstâncias geopolíticas específicas (CONTI, PRATES; PLIHON, 2013). Para transações seguras, principalmente em momentos de crise e instabilidade, a moeda preferencial continua sendo o dólar.

Nesse novo sistema, não há outro ativo de reserva em que a moeda central seja conversível, como fora o ouro. Ativos denominados em dólar são a reserva de valor principal do sistema – em especial, os títulos de dívida emitidos pelo Tesouro norte-americano. Os passivos externos dos agentes não encontram nenhum meio de denominação com maior liquidez que o próprio dólar. Assim, as operações externas (realizadas fora da jurisdição territorial de um único Estado) são, em última instância, designadas e liquidadas naquela moeda, que se mantém como o meio de conta principal e possui a máxima conversibilidade.

Os EUA estão assim em uma situação peculiar. Quase todo seu passivo externo está denominado em sua própria moeda, que sua autoridade monetária controla a liquidez discricionariamente manipulando a taxa de juros de curto prazo, sem o temor de fuga para outro ativo reserva de maior confiança ou a necessidade de manter a paridade fixa com outras moedas (SERRANO, 2008). O país detém, unilateralmente, a posse dos meios de pagamento de qualquer dívida externa que venha a ser contraída.

Disso decorre uma eliminação quase completa de sua restrição externa. O governo norte-americano desfruta de uma flexibilidade muito grande para sua política

macroeconômica, e seu balanço de pagamentos não está restringido por fatores monetários. Os EUA podem incorrer em déficits, aumentando sua dívida externa, e financiá-la com a própria moeda (SERRANO, 2002). A quantidade de obrigações externas do FED, denominadas em dólar, não necessita obedecer mais a nenhuma paridade prévia, salvo conveniência do próprio governo. Assim, esse pode manejar sua liquidez no mercado externo através de sua política monetária doméstica.

A rigor o governo norte-americano não precisa nem mesmo manejar ativamente sua liquidez ou equilibrar constantemente sua taxa de juros em relação ao déficit em conta corrente. Como seu sistema financeiro é o mais amplo, profundo e líquido do mundo, e os títulos públicos do Tesouro cumprem o papel de porto seguro dos capitais financeiros internacionais, os Estados Unidos atraem os excedentes financeiros do restante do sistema. O processo de desregulamentação e as inovações trazidas à tona nas últimas décadas aumentaram o potencial de criação desses excedentes. Desse modo, as finanças norte-americanas reciclam a riqueza financeira mundial e asseguram a liquidez para o sistema monetário internacional. A globalização e a liberalização dos fluxos de capitais criou um mercado financeiro global unificado, sob o comando do sistema financeiro norte-americano (CINTRA; MARTINS, 2013, p. 226). O déficit externo norte-americano em conta-corrente é automaticamente financiado na própria transação que o gera, como um passivo externo na conta financeira, porém com a especificidade de ser denominado também em dólar (SERRANO, 2008, p. 121).

Desvinculada a moeda do ouro, a dívida pública americana tornou-se o ativo de reserva de última instância. O sistema é assim estritamente fiduciário, não mais lastreado em outro ativo, mas ancorado no poder político e militar do Estado e da economia norte-americana (SERRANO, 2002; TAVARES, 1997; WALTER, 1993). De fato, pode-se dizer que

“Nesse sentido, a passagem do padrão-dólar para o atual sistema ‘dólar flexível’ correspondeu a um estreitamento da relação entre o poder político e o valor internacional das moedas. [...] o poder político e militar tenha se transformado no verdadeiro avalista do valor do dinheiro, e o inverso também se explicita, pois o dinheiro passa a assumir, de maneira mais transparente, o seu papel como instrumento do poder” (FIORI, 1999, p. 74).

Assim como a dívida pública americana é o instrumento mais seguro de aplicação para os recursos financeiros mundiais, ela serve também como forma de captação da liquidez internacional pelo governo dos EUA e de sua canalização para seu próprio mercado financeiro doméstico, que atua na reciclagem dessa liquidez. Desse modo o déficit fiscal norte-

americano torna-se um elemento de estabilidade no sistema financeiro e monetário global, especialmente em momentos de crise (TAVARES, 1997). Paradoxalmente, os crescentes déficits externos têm gerado preocupação por causarem desequilíbrios macroeconômicos nos outros países, ao desviar os fluxos de capitais em direção à economia central e alimentar bolhas financeiras, como o que ocorreu na crise de 2008. O instrumento que sustenta o sistema tem a capacidade de gerar crises e desequilíbrios pelo próprio modo de funcionamento (PRASAD, 2014).

Entretanto, como teoricamente os EUA não correm o risco de default, podem incorrer livremente em déficits globais no seu balanço de pagamento. A priori, podem inclusive sustentar déficits permanentes. Desde 1982, com exceções pontuais em alguns anos, a conta corrente do balanço de pagamentos americano foi persistentemente deficitária, sendo financiada com a atração de capitais estrangeiros pelo mercado financeiro. Portanto, pode-se dizer que os investidores estrangeiros “financiam” o balanço de pagamentos dos EUA, enquanto o sistema financeiro norte-americano recicla e ancora os fluxos internacionais de capitais (CINTRA; MARTINS, 2013, p. 227).

A contrapartida da centralização do sistema financeiro globalizado no mercado americano foi a submissão do restante dos países à “diplomacia do dólar”. As taxas de crescimento, de câmbio e de juros passam a girar em torno das variáveis da economia central (TAVARES, 1997; TAVARES; MELIN, 1997). Todas as outras moedas devem manter alguma conversibilidade com o dólar, já que essa é a moeda que denomina e liquida as transações internacionais. Porém, nem todas as moedas têm uma conversibilidade ampla, ou mesmo qualquer conversibilidade, com outras moedas que não o dólar – são “pares exóticos” nos mercados cambiais. Não existe acordo ou convenção que prescreva a manutenção de taxas de câmbio fixas, que variam conforme o movimento dos mercados e dos fluxos de capitais, ainda que alguns países busquem manter uma paridade controlada entre sua moeda e o dólar. A China é o exemplo mais emblemático dessa disposição de intervir ativamente nos mercados para manejar sua taxa (CHINA, 2008).

Sem a necessidade de manter-se um câmbio fixo, o dólar passou a flutuar em relação às outras moedas. Como essa é a unidade de denominação essencial das transações internacionais, todos os agentes, privados e públicos, estão sujeitos às suas oscilações cambiais. Entretanto, por não apresentarem restrição externa, os EUA estão na posição singular de determinar unilateralmente sua taxa de juros. Considerações sobre o efeito da variação dos juros sobre o resto do sistema são estritamente políticas, não limitando a atuação

do FED (SERRANO, 2002). Ao alterar esta variável, o governo americano é capaz de afetar diretamente o câmbio com todas as moedas do sistema, já que elas devem apresentar alguma conversibilidade com o dólar, ou então serão totalmente inconvertíveis nos mercados mundiais e apenas de curso doméstico. Mas, como a moeda norte-americana é utilizada por todos os agentes para efetuar suas transações internacionais, haverá demanda internacional por dólares a qualquer nível de taxa de juros ou câmbio; o que não necessariamente é verdadeiro para as outras moedas, especialmente para as periféricas (CARNEIRO, 2010).

Apesar de os passivos externos dos EUA serem geralmente denominados em dólar, seus ativos externos são usualmente em outra moeda. Quando o dólar se desvaloriza, ocorre uma redução do valor desses passivos quando contabilizados em outras moedas, enquanto que os ativos norte-americanos no exterior, denominados em moeda estrangeira, sofrem uma valorização em termos de dólar. Ao contrário do que ocorre com outros países, uma desvalorização de sua moeda fortalece a posição internacional de investimento (líquida) dos EUA (SERRANO, 2008).

O sistema financeiro norte-americano, desse modo, opera em âmbito global dentro da própria moeda, apoiado por seu próprio banco central e ancorado no mercado de dívida do Tesouro. É esse sistema que fornece e recicla a liquidez do sistema monetário internacional, como ficou claro durante a crise de 2008. Assim, o FED cumpre efetivamente o papel de prestador de última instância de todo o sistema financeiro globalizado, e os EUA assumem o compromisso tácito de manter o funcionamento desse sistema e intervir nos momentos de pânico (PRASAD, 2014).

Entretanto, afigura-se uma assimetria importante, já que os EUA não enfrentam nenhuma restrição externa e estão livres para executar sua política macroeconômica visando especificamente objetivos internos. Não há necessidade inerente de realizar algum ajuste em seu balanço de pagamentos nem em seu déficit fiscal, e as pressões políticas para que isso seja realizado surtem pouco efeito. Mas suas opções de política econômica, sobretudo monetária, têm implicações para todo o sistema (PRASAD, 2014; WALTER, 1993), e os demais agentes devem levá-las em conta para sua atuação. Enquanto o dólar for a moeda central, a economia mundial irá demandá-la para realizar transações internacionais. Os EUA, assim, podem defletir para outros países, protelar ou mesmo ignorar qualquer tipo de ajuste externo (KIRSHNER, 1997). Todavia, seus crescentes déficits externos geram desequilíbrios globais, que projetam ajustes macroeconômicos sobre outros países. Esses estão sujeitos a crises de dívida, diminuição do crédito e investimento internacional, volatilidade cambial e de preços

internos, e fuga de capitais, caso apresentem desequilíbrios no balanço de pagamentos (CINTRA; MARTINS, 2013; MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009).

Com a configuração do padrão dólar-flexível, os mercados privados também se transformaram para operar nessas novas condições. Nesse sentido, a globalização financeira engendrou quatro grandes movimentos na forma de atuação desses mercados. Primeiro, com o fim dos controles de capitais, houve uma internacionalização dos mercados financeiros domésticos, crescendo a participação de estrangeiros. Segundo, houve um processo de desintermediação bancária, devido ao livre trânsito dos capitais entre segmentos de mercado, onde ganhou maior importância o financiamento direto dos agentes em detrimento do papel de intermediadores dos bancos. Terceiro, uma externalização do risco dos balanços das instituições financeiras, com o objetivo de diluí-lo através do sistema. Por fim, houve um aumento da alavancagem dos agentes como nova estratégia de ganho face ao sistema globalizado e desregulamentado (TORRES FILHO, 2015b).

Assim, com a maior participação de instituições e investidores externos nos mercados financeiros nacionais, aumentou a disponibilidade de crédito para aqueles que realizaram a abertura financeira – com a contraparte da crescente concentração e volatilidade dessa oferta. Com a capacidade facilitada de financiamento nas grandes praças, diminuiu o papel do crédito bancário tradicional. Entretanto, os grandes bancos não perderam sua posição, tendo se movido para outras atividades a fim de enfrentar a concorrência criada pela liberalização dos mercados. Com isso, algumas das funções antes realizadas por essas instituições, como captação de recursos junto ao público e análise de risco, foram “terceirizadas”, geralmente para novos atores que começaram a surgir com a globalização financeira – no caso, mercados monetários e agências de classificação (BRAGA; CINTRA, 2004; TORRES FILHO, 2015b).

A inerente instabilidade do sistema monetário com taxas de câmbio e de juros flutuantes deu origem também a uma família nova de instrumentos: os derivativos. Estes se desenvolveram para propiciar a distribuição do risco entre os agentes, num entendimento de que isto diminuiria a probabilidade de crises de grande impacto. Os derivativos permitem homogeneizar uma massa de ativos públicos e privados muito dessemelhantes entre si, ampliando a liquidez e a oferta de ativos aparentemente de “boa qualidade”. Ademais, permitem também uma atuação mais alavancada, atraindo maior volume de investidores e gerando maior liquidez nesse tipo de mercado (TORRES FILHO, 2015b).

Portanto, a nova ordem financeira que se configura a partir da metade da década de 1980 assenta-se sobre esse quadro. No geral, pode-se dizer que, em comparação com o padrão

monetário anterior, o sistema globalizado apresenta: *i*) grande profundidade, com muitas transações secundárias sobre os ativos emitidos (principalmente nos mercados de derivativos); *ii*) alta liquidez e mobilidade de capitais, devido à maior facilidade de entrada e saída nos diferentes segmentos de mercados e entre diferentes países, e *iii*) alta volatilidade nos preços dos ativos (BELLUZZO, 1999).

Nessa nova ordem, os operadores privados ganharam grande importância. Sob Bretton Woods, a atuação desses capitais estava reprimida por fortes regulações, confinada aos Estados de origem. A arquitetura institucional do padrão dólar-flexível permite maior mobilidade e volume de operações financeiras, derogando grande importância para o capital privado nos ajustamentos macroeconômicos. Setores produtivos da economia, que antes tinham ligação pequena com o setor financeiro, foram financeirizados, passando a também se comportar segundo a lógica desregulamentada do sistema. Assim, as finanças passaram a influenciar fortemente, até mesmo comandar, todos os aspectos da vida econômica.

Os Estados não perderam sua capacidade de atuação nesse novo ambiente liberalizado. Governos centrais e autoridades monetárias continuam tendo grande importância, tanto por sua intervenção direta nos mercados quanto pelo seu papel único de criar, modificar, regular e supervisionar as bases sob a qual operam tais setores. Entretanto, agora o comportamento do capital privado tem de ser levado muito em conta, mesmo pelos países mais poderosos econômica e politicamente. Para os periféricos, ajustar-se aos movimentos dos mercados financeiros, principalmente daqueles operados a partir dos países desenvolvidos, tornou-se um imperativo, sob o risco de enfrentar fortes desequilíbrios e pressões. Ademais, o volume e a velocidade das transações financeiras, derivadas tanto das inovações tecnológicas quanto da estrutura estabelecida para seu funcionamento, resultam que a maior parte dos ajustamentos externos dos mercados é feita via mercado, com os Estados colocando (ou tentando) os parâmetros onde esses ajustes devem ocorrer.

Todos esses desenvolvimentos não teriam sido possíveis sem o consentimento e o apoio dos Estados no processo. Os governos e autoridades monetárias atuaram no sentido de dar garantias jurídicas e regulatórias aos novos mercados, aboliram controles de capitais, desregulamentaram seus mercados financeiros domésticos, e manejaram as crises financeiras que sucederam, gerando um ambiente propício para o florescimento das inovações que os mercados privados trouxeram (HELLEINER, 1994; TORRES FILHO, 2015b). Os resultados econômicos do período não podem, então, serem apartadas das estratégias políticas dos países e governos, especialmente da potência central.

3.3 Internacionalização e competição monetária

Já no início da década de 70, no começo do que foi um período longo de instabilidade sistêmica provocada pelo rompimento dos acordos de Bretton Woods e passagem a um novo padrão monetário, iniciaram-se debates sobre o fim do domínio do dólar. O desenvolvimento do Terceiro Mundo, a aceleração econômica dos aliados (principalmente Alemanha e Japão), e o impasse na Guerra do Vietnã suscitaram a posição de que a hegemonia dos EUA estava chegando ao fim (FIORI, 2008, p. 11-20). Dentro desse contexto, o entendimento era que o dólar seria substituído como o centro do sistema monetário internacional.

Os governos foram os maiores proponentes desse movimento de relativo afastamento do dólar. Enquanto que os capitais privados eram atraídos pela liquidez e profundidade do mercado americano, e após 1979 pelas altas taxas de juros, os bancos centrais e autoridades monetárias buscavam encontrar alternativas de maior estabilidade para alocar suas reservas internacionais. Com isso, também se procurava manter, de algum modo, a proeminência que os Estados tinham nos ajustamentos monetários do sistema de Bretton Woods.

Logo, começaram a surgir desdobramentos concretos que ameaçavam abalar a posição da moeda norte-americana. As primeiras iniciativas, de caráter multilateral, não haviam surtido efeito. Ainda na década de 1960, havia sido proposta a criação dos Direitos Especiais de Saque (DES): uma moeda totalmente escritural, sem lastro algum, a ser emitida, alocada e gerenciada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI)⁸. Essa unidade monetária serviria apenas para realizar ajustes bilaterais entre os balanços dos bancos centrais, e o valor dos DES seria composto através de uma cesta de moedas. Sua alocação se daria apenas extraordinariamente, de acordo com a participação dos países no FMI e sujeito à votação.

Entretanto, os DES nunca chegaram a servir verdadeiramente como uma moeda de reserva mundial. As cotas alocadas sempre ficaram aquém das necessidades do sistema, além de poderem ser emitidas apenas após votações extensas e que demandavam o apoio dos países com mais poder de voto – o que impedia seu uso em situações emergenciais, especialmente por aqueles países que mais necessitavam. Além do mais, nunca houve um mercado privado para transações em DES. Com a emergência do sistema financeiro globalizado e a grande importância que ganhara o capital privado, esse era um empecilho quase intransponível para

⁸ As propostas de uma moeda supranacional regulada por uma instituição global geralmente remetem a Keynes e suas ideias clássicas do “bancor” e da “International Clearing Union”, apresentadas na conferência de Bretton Woods em 1944. Para análises da proposta original, dos debates em Bretton Woods e do que realmente chegou ao acordo final, conferir Eichengreen (2000; 2011); Serrano (2004); Steil (2013). Para algumas propostas recentes de reforma do sistema monetário internacional, que remontam de alguma forma à ideia original de Keynes, conferir Mateos y Lago, Duttgupta, Goyal (2009); Silva (2013); United Nations General Assembly (2009); e especialmente Xiaochuan (2009) acerca de uma perspectiva chinesa.

sua maior utilização (EICHENGREEN, 2011, p. 136-138). Porém, essa unidade escritural nunca deixou de ter valor simbólico. Recentemente, a incorporação do RMB na cesta de moedas que compõe os DES foi tida como um grande marco (também simbólico) da internacionalização da moeda chinesa (PRASAD, 2017).

Os DES não eram uma opção viável ao dólar. A alternativa passou a ser, cada vez mais, outras moedas nacionais, consideradas fortes pelos mercados e por outros Estados. Entrementes, as economias avançadas estavam no processo de desregularizar seus sistemas financeiros e abolir os controles de capitais existentes, facilitando o acesso de investidores externos a essas moedas. Essa era uma nova forma de inserção na economia mundial, sob o padrão dólar-flexível. Com a prevalência da esfera financeira e a grande importância que o setor privado havia adquirido, abrir os mercados domésticos tornou-se o meio preferencial de inserção econômica, ao contrário do desenvolvimento produtivista que prevalecera em Bretton Woods. Tal processo foi gradualmente avançando do centro à periferia do sistema.

A liberalização dos mercados financeiros, além de atrair capital externo, fazia com que as moedas daqueles Estados que realizaram tais reformas fossem cada vez mais acessíveis a agentes externos. Isso ocorreu com ainda mais destaque nas economias desenvolvidas – especialmente na Europa Ocidental e Japão. Uma vez que esses agentes buscavam alternativas ao dólar, essas moedas foram tornando-se cada vez mais conversíveis nos mercados mundiais. Com a passagem turbulenta do padrão monetário e o abalo inicial produzido pelo choque de juros, essa busca por diversificação fez com que certas moedas consideradas fortes se “internacionalizassem”, ou seja, aumentassem sua participação nas funções de moeda internacional. Esse aumento de utilização internacional geralmente foi à custa do dólar, que perdeu participação internacional desde o final da década de 1970 até o início dos anos 90.

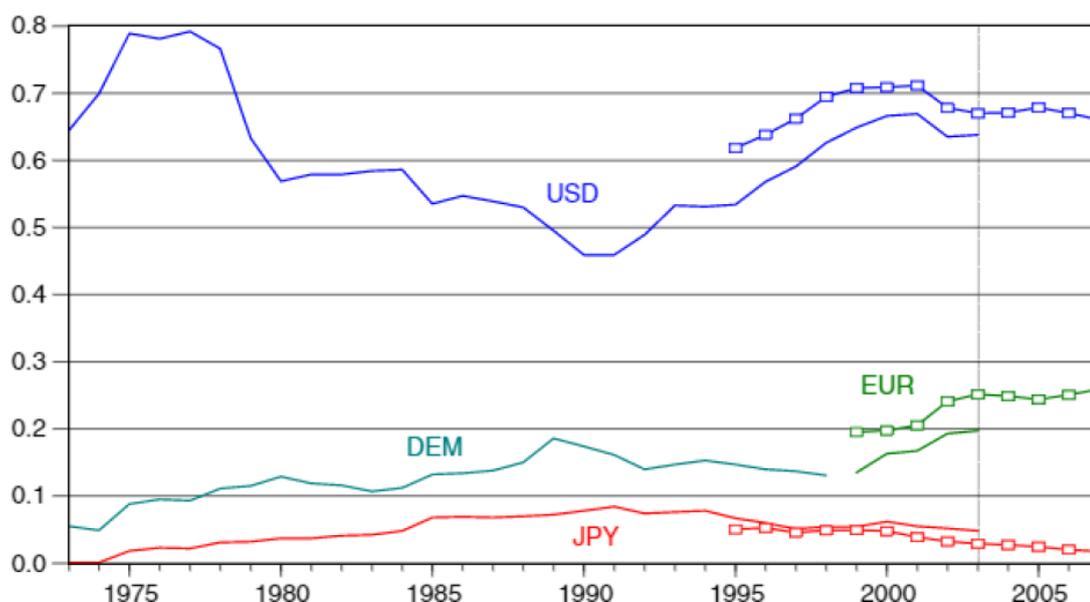
Esse processo de internacionalização deu-se principalmente com o marco alemão⁹ e com o iene japonês. Foram as moedas que aumentaram expressivamente seu uso internacional, e que gozavam de reputação e sólidos fundamentos para atuar como moeda sistêmica. Especificamente no caso do iene, aventou-se a hipótese de que sua internacionalização iria deslocar o dólar e tomar sua posição como moeda-chave do sistema, do mesmo modo que o Japão poderia substituir os EUA como potência hegemônica. Em

⁹ Por uma questão de facilidade de entendimento, “marco” refere-se especificamente ao marco ocidental, com código internacional de denominação DEM, moeda da antiga República Federal da Alemanha, ou Alemanha Ocidental. Igualmente, “Alemanha” refere-se a esse país. Após 1991, “Alemanha” refere-se aos territórios reunificados. A Alemanha Ocidental e sua moeda tiveram maior peso econômico e político que suas contrapartes orientais, portanto, não se tratará aqui destes, e prestou-se conveniente utilizar apenas marco e Alemanha.

contrapartida, o marco nunca provocou tanta celeuma, ao menos até a criação do euro¹⁰ (CHINN; FRANKEL, 2008; COHEN, 2014).

Nos dois casos, é preciso se fazer algumas ponderações. Mesmo com um crescimento expressivo, nenhuma delas chegou a ter um papel próximo daquele desempenhado pelo dólar – nem medido nos diversos âmbitos de utilização, nem pelo papel sistêmico ocupado pela moeda e pelo sistema financeiro norte-americano. Em ambos, também foi comum a pouca disposição que os respectivos governos tiveram em apoiar o maior uso internacional de suas moedas (COHEN, 2014; FRANKEL, 2011). Não esteve presente, nos dois casos, uma vontade política de alçá-las ao patamar de competidor da moeda central. O objetivo era mais defensivo, associado à ampliação do raio de manobra da política econômica interna e à maior integração com os países mais proximamente relacionados econômica e financeiramente.

Figura 2 – Participação das principais moedas nas reservas oficiais



Nota: a mudança nas linhas refere-se à mudança na metodologia do FMI.
Fonte: Chinn; Frankel (2008, p. 51).

3.3.1 Do marco alemão ao euro

A partir do momento em que os EUA suspenderam a conversão de dólares em ouro, em 1971, os países europeus buscaram avançar um mecanismo monetário comum. Poucos meses após a decisão de Nixon, eles concordaram em manejar suas taxas de câmbio bilaterais em faixas mais estreitas daquelas que vigoravam pelo acordo do Smithsonian. Neste novo sistema regional, a moeda de referência era o marco alemão.

¹⁰ Para algumas literaturas otimistas sobre a possibilidade do euro tornar-se uma moeda global, conferir Eichengreen (2011); Chinn; Frankel (2008). Para uma visão crítica a essa posição, conferir Cintra, Martins (2013); Cohen (2014); Prasad (2014).

Desde finais da década de 1950, a Alemanha já era a economia líder da Europa. Com a conversibilidade das moedas europeias, a partir de 1958, o marco também se consolidou como a moeda mais importante da região (COHEN, 2014; FRANKEL, 2011). Dos anos 1980 até o início da década de 90, o país se tornou a segunda maior corrente de comércio (valor das exportações mais valor das importações) do mundo, apenas atrás dos EUA. De especial importância, a economia alemã especializou-se na exportação de máquinas e equipamentos, geralmente precificados na moeda do exportador. Por fim, apresentava baixa inflação, e o banco central alemão tinha reputação de ser austero nesse quesito.

A internacionalização do marco estava fortemente ligada à evolução dos mecanismos monetários e ao projeto de integração europeu. Conforme os países da região buscavam escapar da turbulência do sistema monetário nos anos 1970 e avançar na institucionalização de um bloco europeu, foram criando-se maneiras de atrelarem suas taxas de câmbio. Como a economia alemã era a maior, com maior desenvolvimento industrial, grande peso no comércio regional e inflação baixa, o marco se tornou a referência mais óbvia para a flutuação das outras moedas.

À medida que a integração europeia se aprofundava, as barreiras ao comércio e investimento dentro do bloco diminuíram, enquanto se buscava frear a penetração externa. Com isso, a Alemanha e o marco ganhavam importância, já que eram os mais poderosos dentro da Europa. Abria-se espaço para a substituição parcial do dólar pela moeda alemã no continente, ao menos na função comercial.

De modo geral, a Alemanha tinha grande influência nas condições macroeconômicas dos outros países europeus. Esses se sentiam atraídos a equiparar suas taxas de juros às das da Alemanha, e a ancorar seu câmbio ao marco, para tentar alinhar sua inflação aos baixos níveis alemães (num período em que essa era uma grande preocupação das economias avançadas), e também diminuir a volatilidade com o principal parceiro comercial. Ao atrelar o valor de suas moedas ao marco, criavam-se incentivos para o mercado privado transacionar mais nessa moeda, e gerava a necessidade de realizar intervenções cambiais nela. Também criava estoques de reservas e passivos derivados de empréstimos nessa unidade.

No auge de sua internacionalização, até início da década de 1990, o marco chegou a representar cerca de 15% das reservas oficiais declaradas junto ao FMI. Também detinha participação semelhante na denominação do comércio mundial e nas transações em todos os segmentos dos mercados financeiros. Nos mercados cambiais internacionais, sua participação

era de cerca de 30%¹¹. Assim, em média, a participação da moeda alemã, em todas as funções, era de 15%. A internacionalização era bem distribuída entre os diversos segmentos, desempenhando todos os papéis de moeda internacional (COHEN, 2014).

Entretanto, apesar de o marco ter uma participação bem acima das outras moedas (fora o iene), sua posição ainda estava muito abaixo do dólar. Os efeitos da atração da moeda alemã eram muito mais regionais, e o aumento expressivo de sua utilização internacional estava ligado a uma situação geopolítica específica. Sua internacionalização, portanto, estava restringida regionalmente. Em termos globais, o peso da Alemanha nunca foi tão grande. No auge da internacionalização do marco, o PIB alemão era cerca de metade do japonês.

Fora da Europa, onde a economia alemã era certamente a maior e mais desenvolvida, o marco oferecia poucas vantagens em relação ao dólar. Seu mercado financeiro era bem menos desenvolvido. O governo não apoiava a internacionalização, acreditando que isso dificultaria a administração da política monetária. E o setor manufatureiro alemão, politicamente poderoso, temia uma apreciação ou um influxo de capitais que acelerasse a inflação, caso sua moeda fosse mais demandada internacionalmente (COHEN, 2014; FRANKEL, 2011).

Havia ainda um componente securitário: a Alemanha era uma nação dividida, no front principal da Guerra Fria. Não era um porto seguro onde os investidores internacionais depositariam tranquilamente seu capital. Também não era plausível que o país buscasse desbancar o dólar ou confrontar diretamente os EUA em um tema tão sensível, quando necessitava da proteção do guarda-chuva nuclear americano (COHEN, 2014).

A partir da virada dos anos 90, a situação geopolítica mudou desfavoravelmente para o marco. Com a implosão da URSS, os EUA se afirmaram como a única superpotência do sistema. A Alemanha, envolta no processo de reunificação, passou por um período de desaceleração econômica. Seguindo as provisões da União Europeia, o país preparava o fim de sua moeda nacional para o advento do euro (FRANKEL, 2011). O dólar, assim, volta a aumentar seu grau de utilização internacional, mesmo nunca tendo perdido realmente sua posição central. Entretanto, a unificação monetária deu novo impulso às discussões sobre a queda do dólar.

Em 1999, o euro começou a existir como moeda de transação e denominação, em substituição a 11 moedas nacionais europeias. Dentre esses países, estavam algumas das maiores economias do mundo, e algumas moedas importantes na hierarquia internacional,

¹¹ Nesse tipo de mercado, duas moedas estão envolvidas em cada transação, uma em cada ponta. Assim a soma do total de participações equivale a 200%. Neste caso específico, grosso modo o marco estava presente em uma das pontas em cerca de 15% das transações.

como o franco francês e o próprio marco. O número de países, seu peso econômico e político, e a importância das moedas que substituíra, fez com que o euro despertasse questões sobre a possibilidade de ele, ao menos, rivalizar com o dólar.

Em verdade, o início da internacionalização do euro foi realmente expansivo. Como ele substituíra algumas moedas já conversíveis e utilizadas internacionalmente, com destaque para o marco, a nova unidade monetária europeia automaticamente tomava o lugar delas. Também eliminou a necessidade de o dólar intermediar as operações de câmbio entre as moedas europeias. Assim, o euro já de início figura como a segunda moeda mais utilizada globalmente, bem acima de outras possíveis concorrentes. Com o passar dos anos, ele aumenta sua utilização em relação à soma das moedas a que substituiu. Mesmo os países europeus que não aderem à nova zona monetária buscam estabelecer algum tipo de acordo cambial ou atrelar o valor de sua moeda ao euro. O grau de utilização fora dos países que o adotam como moeda nacional alcançou seu pico em fins da primeira década dos anos 2000, quando a crise financeira atingiu a Europa (CHINN; FRANKEL, 2008; COHEN, 2014).

A área onde o euro passou a circular “domesticamente” apresenta muitos dos determinantes necessários para sustentar uma moeda internacional dominante. Contando inicialmente com 11 membros, chegou a 19 em 2015. Somados, tornam-se o segundo maior PIB do planeta, pouco maior que a economia chinesa, mas ainda pouco mais da metade dos EUA (THE WORLD BANK, 2017a). A corrente de comércio desses países, em conjunto, é também a maior do mundo, e a Alemanha, em particular, permanece como grande exportadora, especialmente de bens de capital (COHEN, 2014; WORLD TRADE ORGANIZATION, 2016).

Ademais, desde a adoção da união monetária a região apresenta um histórico baixo de inflação, ainda que haja certa amplitude nos índices dos diferentes países (THE WORLD BANK, 2017b). Essas taxas são supervisionadas por uma autoridade monetária comum, o Banco Central Europeu, que conta com reputação de austeridade e controle firme dos aspectos monetários da União Europeia. Durante a crise de 2008, a instituição mostrou que consegue cumprir, ao menos em parte, a tarefa de prestador de última instância do sistema financeiro europeu, agindo de modo análogo a outros bancos centrais de economias avançadas – ou seja, diminuindo a taxa de juros e injetando liquidez nos mercados (EICHENGREEN, 2011).

Por fim, a Europa do euro conta com mercados financeiros bem desenvolvidos, profundos e resilientes (COHEN, 2014), e que tem assegurado o apoio de uma autoridade monetária em momentos de instabilidade. Medido pela capitalização das empresas domésticas

listadas em bolsa de valores, o euro é o segundo maior mercado financeiro do sistema, chegando a ser metade do valor do mercado americano entre 2007 e 2008 (THE WORLD BANK, 2017d). Como a área é composta por vários países, há também um amplo estoque de dívidas públicas emitidas, abertas a investidores internacionais (EICHENGREEN, 2011).

Nos anos de sua maior utilização, o euro era, no geral, a segunda moeda mais transacionada no sistema – posto que mantém até hoje, sempre atrás do dólar. Nos mercados cambiais, correspondia a cerca de 39% do giro diário em 2010 (BIS, 2010). Até 2012, o euro atingiu a marca de aproximadamente 35% do comércio mundial denominado (SWIFT, 2015). Em termos de reserva de valor e unidade de conta, em 2009 representava mais de 27% do total de reservas cambiais declaradas junto ao FMI (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2017b), e cerca de 35% nos diferentes segmentos dos mercados financeiros. Em alguns desses, o euro chegou a ultrapassar o dólar em grau de utilização, como na emissão de *commercial papers* e bônus privados internacionais (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Entretanto, o pico de internacionalização se estabilizou após o rápido início, num patamar bem abaixo do dólar. Na realidade, o euro aumentou muito pouco os níveis de utilização em relação às moedas que substituiu (COHEN, 2014). Assim como o marco anteriormente, a internacionalização ficou restrita a áreas com vínculos econômicos e políticos com a zona do euro: países europeus que mantiveram suas moedas próprias ou que não fazem parte da União Europeia, ex-colônias (principalmente na África) e países não europeus na costa do Mediterrâneo (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Mesmo esse crescimento foi desigual entre as diversas funções. Aumentou bastante sua utilização na emissão de títulos de dívida, como reserva cambial dos bancos centrais e na denominação do comércio; mas o crescimento foi pequeno nos mercados cambiais e nas operações bancárias internacionais. Com a crise da dívida de vários países da zona monetária, a partir de 2009, a utilização do euro diminuiu marginalmente (COHEN, 2014).

Assim como herdou o espaço que o marco alemão havia conquistado no sistema monetário internacional, o euro também tende a apresentar as mesmas limitações. Fora de sua periferia imediata, não apresenta grandes vantagens em relação ao dólar: sua economia não é tão grande, seus mercados financeiros não são tão extensos nem desenvolvidos. Principalmente, os títulos públicos emitidos pelos diferentes governos, apesar de estarem denominados e serem pagos na mesma moeda, não são homogêneos (CARNEIRO, 2010). Isso ficou explícito depois da crise de 2008 e com a emergência dos problemas de dívida de alguns países da zona do euro. A parte considerada “segura” desse tipo de ativos encolheu

após a crise, quando os investidores internacionais perderam a confiança na dívida soberana de muitos governos europeus – em realidade, apenas os títulos alemães continuam a gozar de ampla confiança internacional (PRASAD, 2014).

O Banco Central Europeu também não buscou apoiar a utilização de sua moeda. A instituição se limita a medir sua utilização internacional (COHEN, 2014). Mas talvez o aspecto mais importante seja que o euro é uma moeda sem Estado. Apenas na área monetária há uma instituição supranacional consolidada, com mandato para atuar independentemente. Em outras áreas, as decisões continuam sendo de caráter multilateral. A solução de problemas nessas situações exige negociações e cooperação entre os diferentes Estados que compõe a área – o que não é assegurado que aconteça, ainda mais de modo efetivo e com a velocidade necessária em caso de crises (CARNEIRO, 2010; EICHENGREEN, 2011).

Além disso, a zona do euro enfrenta dificuldades de ordem macroeconômica. As disparidades de condições dos países que fazem parte da área comum tem trazido instabilidade à moeda. As economias mais fracas da região enfrentaram dificuldades de adequarem-se às regras de adesão ao bloco, principalmente de ajustamento de sua situação fiscal, que foram exacerbados pela crise. Assim, no momento muitos países têm apresentado um aumento da dívida pública, que encontra dificuldade de financiamento por investidores externos, aliado a baixo crescimento (PRASAD, 2014).

Por fim, acrescenta-se uma dimensão geopolítica a limitar uma maior atuação global da moeda europeia. O continente inteiro apresenta, em geral, uma diminuição demográfica e envelhecimento da população, que aponta para uma perspectiva de longo prazo do baixo crescimento (EICHENGREEN, 2011). A União Europeia, responsável pelo euro, não é propriamente uma entidade soberana, mas uma coletividade de Estados independentes. A questão securitária é uma das áreas mais sensíveis, e esses Estados resistem em entregar a administração desse aspecto a uma entidade supranacional. Apesar de contar com uma moeda comum, o bloco regional não é capaz de executar uma política externa integrada. Assim, não desponta como uma grande potência geopolítica unificada, e não gera a atração, nesse aspecto, que outras potências como China e EUA exercem (COHEN, 2014). Ademais, as instabilidades políticas e econômicas trazidas à tona pela crise de 2008 tem dado força ou mesmo gerado, nos últimos anos, movimentos de cunho nacionalista em alguns países. Muitos desses se propõem contrários à moeda comum e à União Europeia. Isso tem colocado ainda mais dúvidas quanto às perspectivas (e às vezes até mesmo à existência) do euro.

3.3.2 O iene japonês

O Japão suscitou grande alarde acerca da possibilidade de tomar o lugar hegemônico dos EUA nos anos 1980. Grande parte desse debate se baseava no crescimento exponencial que a economia japonesa apresentara desde o final da Segunda Guerra. Arrasado durante o conflito, o país passou pelo período do “milagre japonês” durante as décadas de 50, 60 e até 70, tornando-se a segunda maior economia do mundo capitalista (TORRES FILHO, 1997).

A experiência de desenvolvimento japonesa, durante o período de Bretton Woods, deu-se com forte atuação do Estado, direcionamento de crédito doméstico, apoio a setores econômicos específicos, promoção de exportações e controle de importações, e rígidos controles de capitais. Assim como na China hoje, o governo japonês à época entendia como problemática para o desenvolvimento nacional a abertura financeira, buscando aumentar sua participação na economia mundial através de exportações e investimentos externos. O iene torna-se conversível, para transações em conta corrente, apenas em 1964, depois das moedas europeias (COHEN, 2014).

Mas uma das consequências do crescimento acelerado do Japão foi exatamente que sua moeda passou a ser cada vez mais demandada por investidores internacionais, principalmente bancos centrais, a partir do rompimento do regime de Bretton Woods. O crescimento sustentado da economia japonesa, por longo período, apontava o iene como uma opção ao dólar, diante da instabilidade do período. E o país apresentava muitos dos determinantes para se credenciar com um provedor de liquidez internacional. Principalmente, o tamanho do PIB e o peso japonês no comércio internacional indicavam uma maior participação do iene nas transações internacionais (FRANKEL, 2011).

Todavia, o modelo de desenvolvimento do Japão era permeado por restrições ao setor financeiro doméstico e controles de capitais, o que dificultava inicialmente a aquisição internacional de sua moeda. Porém o período do “milagre” produtivista, calcado nesses pressupostos, foi se esgotando durante a década de 70, e a instabilidade sistêmica após o fim do arranjo de Bretton Woods produziu uma desaceleração da economia japonesa. Com o movimento de desregulamentação dos setores financeiros domésticos nessa mesma década, o Japão começou gradualmente a também ampliar a abertura de sua conta de capital, como nova forma de inserção global de sua economia (COHEN, 2014). O uso internacional do iene foi se expandindo durante o final dos anos 70 e início dos 80. Sua participação atingiu o maior volume mais ou menos na mesma época que o marco, depois de o país aceitar abolir os

controles de capitais remanescentes e estimular a internacionalização de seu setor financeiro, em meados da década de 1980.

Entretanto, esse mesmo movimento causou uma bolha no mercado imobiliário e na bolsa de valores de Tóquio. A bolha estourou no início dos anos 90, resultando em uma crise prolongada e forte retração da economia japonesa. O governo decidiu então apoiar efetivamente a internacionalização de sua moeda, como maneira de fortalecer a recuperação econômica e de retomar o prestígio internacional (COHEN, 2014; FRANKEL, 2011). Mas já não estavam presentes os motivos que fizeram com que os agentes outrora buscassem a moeda japonesa. O iene permaneceu, a partir daí, estancado na mesma posição na hierarquia monetária internacional, mantendo-se como uma moeda importante, mas sem aproximar-se das previsões de que desbancaria o dólar.

O fim da conversibilidade do dólar em ouro, a inflação doméstica nos EUA e a instabilidade geral do período no começo da década de 70 faz com o que essa moeda se desvalorize em relação ao iene (assim como a outras moedas importantes). O modelo de desenvolvimento japonês, entretanto, compreendia uma moeda desvalorizada que estimulava suas exportações. A apreciação do iene, contraparte da desvalorização do dólar, começou a desfazer as vantagens que as exportações japonesas tinham (PANITCH; GINDIN, 2012).

O país passou então a experimentar com uma incipiente liberalização de seu setor financeiro. Mas durante a década de 70, este permaneceu ainda altamente regulado e fechado para estrangeiros, em comparação com outras economias avançadas (FRANKEL, 2011). Essa maior liberalização no mercado financeiro japonês é contemporânea ao choque da elevação das taxas de juros americanas. O evento colocou o dólar em rota de apreciação frente as outras moedas, beneficiando o capital financeiro norte-americano, mas prejudicou as exportações daquele país. Ao mesmo tempo, a conformação do padrão dólar-flexível ampliou os déficits fiscais e em conta-corrente dos EUA. Como consequência, houve uma explosão no volume das exportações japonesas para aquele país, com acumulação de superávits e excedentes financeiros (BELLUZZO, 1999; PANITCH; GINDIN, 2012).

Para evitar nova valorização do iene, que tal influxo de capital ameaçava provocar, o governo japonês adotou uma política de reciclagem de excedentes de volta ao exterior. Dependia assim, em grande medida, que o setor privado realizasse essas operações, e para isso precisava diminuir ainda mais os controles cambiais e a taxa de juros interna (TORRES FILHO, 2015a). Assim, após o choque de juros de 1979 há uma nova onda de liberalização financeira na economia japonesa. Com os superávits e a abertura para aquisição de ativos em

dólar, os bancos japoneses ultrapassaram os americanos e europeus, envolvidos na crise da dívida latino-americana e pela recessão do choque dos juros, em termos do valor dos ativos financeiros no balanço dessas instituições (BELLUZZO, 1999). O reposicionamento dos bancos japoneses como os maiores do mundo forneceu ainda mais argumentos de que o Japão e o iene poderiam desbancar os EUA e o dólar.

O Japão e sua moeda apresentavam fortes credenciais frente ao sistema monetário internacional. O país passou a ser a segunda maior economia do bloco capitalista no início da década de 70, superando a Alemanha, e manteve esse posto até a primeira década do século XXI, quando seu PIB foi ultrapassado pela China (THE WORLD BANK, 2017a). O crescimento acelerado, por décadas, era visto como sinal positivo de estabilidade macroeconômica e políticas sólidas, especialmente por outros bancos centrais. O país também aumentou sua reputação ao recuperar-se mais rápido da crise dos anos 70 do que outras economias avançadas (PANITCH; GINDIN, 2012; TORRES FILHO, 1997).

No auge da internacionalização do iene, a corrente de comércio japonesa era a terceira maior do mundo, superada apenas por EUA e Alemanha (WORLD TRADE ORGANIZATION, 2016). Entretanto, sua participação era muito mais importante no Leste Asiático, onde efetivamente o Japão era o centro de um complexo produtivo regional, com grande fluxo de mercadorias entre os países. Nesses, o país chegou a substituir os EUA como maior parceiro comercial – portanto, assim como o marco, é notável que o iene tinha maior peso regional do que global.

A inflação japonesa era tendencialmente menor e menos volátil do que de outras economias avançadas (THE WORLD BANK, 2017b). Assim como o *Bundesbank* alemão, o Banco do Japão, e a sociedade japonesa de modo geral, gozavam de uma imagem de baixa tolerância à inflação (COHEN, 2014). A capitalização total das empresas japonesas passou a ser a segunda maior do mundo após o início da desregulamentação financeira em fins dos anos 1970. Entretanto, esse valor manteve-se próximo da metade daquele registrado no mercado americano, em períodos “normais” – isto é, fora o período da inflação de ativos que gera a bolha especulativa. Por essa época, o mercado de títulos privados no Japão chegou a ser 40% maior que o americano¹² (THE WORLD BANK, 2017d; TORRES FILHO, 2015a).

Quando os estrangeiros começaram a ter maior acesso, o iene passou a desempenhar o papel de uma moeda internacional importante. No início dos anos 90, sua participação nas

¹² A descrição e análise aqui feitas da trajetória da economia japonesa e de sua moeda são resumidas para o propósito específico deste trabalho. Para uma análise mais aprofundada da bolha especulativa e da crise subsequente, conferir Koo (2008); Torres Filho (1997, 2015a).

reservas chegou a 10% (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2017b), com grande peso regional: na Ásia, representava cerca de 17%. Chegou mesmo ultrapassar o dólar como veículo principal de reserva de alguns bancos centrais da região. Sua participação no giro dos mercados monetários foi cerca de 27% em 1989, e de 5% no comércio mundial em 1992. Dada a importância do Japão para o comércio regional, muitos países foram também atrelando as flutuações de sua moeda ao iene, assim como acontecia com o marco na Europa, no mesmo período (COHEN, 2014).

Entretanto, mesmo com toda a discussão acerca de seu papel no sistema monetário internacional, o iene nunca atingiu as expectativas otimistas. Em termos gerais, não ultrapassou um terceiro lugar, ficando atrás inclusive do marco em níveis de utilização, e muito distante do que o dólar representava no sistema financeiro globalizado. Diferentemente da moeda alemã, a internacionalização do iene foi desigual nos diferentes segmentos. Ele atraiu muito mais atenção como reserva de valor, tanto pública quanto privada, do que em outras funções. Principalmente nos mercados financeiros, o iene japonês era transacionado muito devido à sua trajetória cambial e expectativas de apreciação frente ao dólar. Os mercados privados não pareciam acreditar nas teses de que o iene estava a ponto de desbancar o dólar – e tal situação remete, com as devidas ressalvas, à trajetória atual do RMB. Portanto, não é surpresa que essa experiência de internacionalização também serve de base para os principais temores das autoridades chinesas.

Também como os casos europeus, a maior utilização do iene esteve limitada regionalmente. A atratividade japonesa não ultrapassava a região imediatamente próxima do Leste Asiático. Fora dela, era uma alternativa apenas marginal ao dólar, e na Europa não era capaz de competir com o marco. A participação de sua moeda na denominação do comércio mundial estava abaixo dos índices de presença do Japão na corrente de comércio. Isso advinha em boa parte da estrutura do comércio exterior do país, que tinha geralmente como destino final os EUA, maior mercado consumidor e emissor da moeda central, o que desencoraja a precificação das exportações japonesas em iene.

Diferentemente da Europa, não havia um processo de integração asiático no mesmo nível – ao menos, não um que incluísse o Japão. Muitos países na região ainda viam com reticência a penetração econômica e a assertividade política do país, por causa dos eventos da Segunda Guerra Mundial. Após o fim do conflito, o Japão também se encontrou incapaz de projeção geopolítica, tendo inscrito em sua própria constituição uma proibição de que suas forças armadas atuem fora das ilhas metropolitanas (COHEN, 2014).

Mais uma vez, o governo nacional não parecia disposto a incentivar a internacionalização de sua moeda. Tencionava-se preservar o modelo de desenvolvimento vigente, tão bem-sucedido nas décadas anteriores, ainda que as condições gerais do sistema houvessem mudado. Nota-se certa tensão entre a vontade de manter os mecanismos que proporcionaram o ciclo de expansão anterior, e a necessidade de enquadrar-se a uma realidade da economia mundial. As autoridades japonesas buscaram patrocinar um maior papel internacional para o iene somente após a deflagração da crise no início dos anos 90, mas então a atratividade da economia japonesa (que nunca fora suficiente para rivalizar com o papel sistêmico do dólar e dos EUA) havia diminuído substancialmente.

O grande legado da experiência internacional do iene foi, no entanto, negativo. A bolha financeira que se formou na segunda metade da década de 1980 foi em grande parte atribuída à desregulamentação do setor financeiro doméstico e sua abertura aos fluxos de capital estrangeiro. De fato, tal movimento especulativo no mercado imobiliário e acionário japonês teve origem na resposta nacional à política de retomada de hegemonia do dólar. O estouro da bolha lançou a economia do Japão em uma prolongada recessão – desde então, o país oscila entre crescimento negativo ou quase nulo de seu PIB (TORRES FILHO, 2015a).

Quando os EUA lançaram a diplomacia do dólar forte, buscavam, além de retomar o papel internacional que o dólar parecia lentamente perder, também submeter os aliados a uma nova ordenação econômica, e à recuperação da própria economia (TORRES FILHO, 1997). Isso acarretou, durante a primeira metade dos anos 80, um fortalecimento do dólar, e conseqüentemente desvalorização das outras moedas. Nos países exportadores, acabou por gerar superávits na balança comercial com os EUA.

A penetração das exportações japonesas no mercado consumidor norte-americano produziu reações protecionistas em certos setores do país. O Departamento do Tesouro encampou tais reivindicações, especificamente no caso do Japão pressionando por maior liberalização de seus mercados financeiros. Isso teoricamente atrairia capital, apreciando o iene e atenuando o déficit americano (PANITCH; GINDIN, 2012). Para o governo dos EUA, a baixa competitividade de suas exportações tinha a ver com o dólar valorizado. Por esse ponto de vista, a resposta era a valorização das outras moedas, principalmente dos principais parceiros comerciais (TORRES FILHO, 1997).

As discussões caminharam assim para um realinhamento cambial entre o iene e o dólar. A maneira como os negociadores americanos visavam realizar isso era uma abertura completa do setor financeiro japonês. O governo em Tóquio, por outro lado, buscava manter

ao máximo os controles sobre os fluxos de capital, peças essenciais do padrão de crescimento. Ao mesmo tempo, a abertura do mercado consumidor nos EUA era também fundamental. Por fim, chegou-se ao acordo Iene-Dólar em 1984, muito por pressão americana. A decisão de abolir os controles financeiros e liberalizar o setor doméstico era uma maneira de atender às demandas americanas, entendida como melhor para o país do que enfrentar retaliações protecionistas (FRANKEL, 2011). Mas encontrava pouco apoio doméstico, apesar da tentativa do governo de justificá-la:

“as reformas regulatórias dos anos 1980 foram adotadas relutantemente, em parte para estimular o crescimento interno, conforme anunciado, mas também como uma concessão a contragosto para os Estados Unidos. Através do Comitê Iene/Dólar, Washington pressionou Tóquio a liberalizar sua estrutura financeira na esperança de elevar a demanda pelo iene. A ideia era engendrar uma apreciação do iene que aumentaria a competitividade dos bens americanos *vis-à-vis* o Japão. A internacionalização do iene era vista pela maioria dos japoneses não como um objetivo a ser buscado, mas sim como um preço a ser pago para manter a boa vontade dos americanos.” (COHEN, 2014, p. 13-14, tradução própria)¹³

O acordo entre EUA e Japão fazia parte de um movimento mais amplo por parte da potência central. O objetivo era mudar a estrutura de taxas de câmbio gerada pelo choque de juros da década anterior. Em 1985, houve uma nova ofensiva diplomática nesse sentido, com a assinatura do acordo do Plaza, que envolvia além do Japão, outras economias avançadas – França, Alemanha e Reino Unido. O compromisso é bem-sucedido, com o dólar depreciando nos anos seguintes. Na verdade, a moeda americana caiu tanto em valor que os mesmos países encontram-se dois anos depois, no acordo do Louvre, para estabilizar o valor do dólar. Essas foram as últimas vezes que ajustes cambiais aconteceram através de amplas negociações entre governos, e não através do mercado (PANITCH; GINDIN, 2012; TORRES FILHO, 2015a).

A contraparte da desvalorização do dólar foi a valorização do iene. Com a moeda valorizada e agora plenamente conversível também na conta capital, um influxo de capitais inundou o mercado financeiro japonês. A valorização da taxa de câmbio foi muito além dos níveis esperados (TORRES FILHO, 1997, 2015a). Mesmo assim, os superávits japoneses continuaram por toda a década de 80, com os bancos japoneses acumulando saldos em dólar cada vez maiores, e o balanço comercial norte-americano permanecendo deficitário. Isso

¹³ No original: “the regulatory reforms in the 1980s were adopted reluctantly, partly to stimulate domestic growth, as indicated, but also as a grudging concession to the United States. Through the Yen/Dollar Committee, Washington pressured Tokyo to liberalize its financial structure in hopes of raising demand for the yen. The idea was to engineer an appreciation of the yen that would improve the competitiveness of US goods *vis-à-vis* Japan. Yen internationalization was seen by most Japanese not as a goal to be sought, but rather as a price to be paid to retain the good will of the Americans.”

demonstrava que a competitividade japonesa era de natureza estrutural, não apenas cambial (TORRES FILHO, 1997, p. 241).

A valorização do iene provocou desaceleração da economia doméstica, na qual as exportações tinham grande papel, e queda no lucro dos setores exportadores, politicamente importantes. Para contrarestar essa trajetória, o banco central japonês decidiu praticar uma política monetária expansionista, cortando as taxas de juros (FRANKEL, 2011; TORRES FILHO, 2015a). Entretanto, a combinação de taxas de juros baixas, desregulamentação do mercado financeiro e abertura externa deu início à formação de uma bolha especulativa. A liquidez excessiva foi sendo alocado no mercado imobiliário e em ações de empresas japonesas, cujos preços passaram a subir continuamente. Os bancos japoneses passaram a oferecer crédito a famílias e empresas menores, como modo de compensar a perda de clientes para o setor financeiro externo, expondo-se a maior risco (TORRES FILHO, 1997).

A bolha especulativa foi se inflando até 1989, quando o Banco do Japão decidiu intervir, aumentando a taxa de juros. Além disso, a instituição atuou diretamente junto aos bancos comerciais, determinando que esses restringissem os empréstimos aos mercados imobiliários e de ações. Finalmente a bolha cedeu, mas deu lugar a uma profunda crise financeira, que se espalhou para o setor real da economia. A rapidez da crise deixou ilíquidas muitas famílias e empresas. A bolsa de valores teve uma queda pronunciada: em pouco mais de dez meses, 50% do valor das empresas listadas nas bolsas japonesas desapareceu (TORRES FILHO, 1997, p. 244). A crise se transformou em recessão, com problemas no setor bancário, deflação, aumento do déficit fiscal e da dívida pública.

A inserção internacional do Japão no sistema globalizado foi realizada através do ajuste aos superávits externos e de uma moeda desvalorizada frente ao “dólar forte” do início dos anos 80. Esse ajuste foi feito com liberalização dos fluxos de capitais e desregulamentação financeira doméstica, o que levou a um processo especulativo descontrolado (TORRES FILHO, 1997). Diferentemente do caso europeu, a moeda e a economia japonesas foram enquadradas por pressão explícita dos EUA, frente a um desequilíbrio cambial existente. Muitos entenderam, especialmente no Japão, os esforços norte-americanos para promover uma apreciação do iene como uma tentativa deliberada de pressionar a economia japonesa (FRANKEL, 2011).

O caso japonês é emblemático por apresentar os riscos que a maior internacionalização de uma moeda pode trazer. Ainda mais dada a clara coerção americana no sentido de abrir o setor financeiro do Japão. O evento baseia muitas das preocupações contemporâneas das

autoridades chinesas com sua moeda. Os governantes em Pequim veem muitas semelhanças entre um Japão ascendente, segunda maior economia do mundo, com um padrão de crescimento ancorado em um modelo “produtivista” e protegido por um extenso regime de controles de capitais, pressionado pelos EUA a abrir seu mercado financeiro e valorizar sua moeda; e seu próprio país na atualidade.

Pode-se concluir que tanto o iene quanto o marco alemão e seu sucessor, o euro, estabeleceram-se como moedas de segundo nível na hierarquia internacional, mas nunca chegaram a ameaçar a posição do dólar. Seu efeito sistêmico foi o de diversificar marginalmente a opção de moedas a serem utilizadas pelos atores, mas sem que se abalasse o fundamento do padrão dólar-flexível. Assim, mesmo que o dólar tenha diminuído seu grau de utilização em relação a essas moedas, não se alterou a condição de que ele é a moeda mais conversível do sistema, e é em última instância a unidade de efetivação de todas as transações internacionais, para onde os capitais dirigem-se, principalmente em momentos de crise.

3.3.3 Outras moedas

O processo de internacionalização ocorreu de maneira mais pronunciada com as moedas do Japão e da Alemanha (posteriormente transformada no euro). Porém, não se limitou a esse dois países. O movimento de liberalização avançou pelo sistema, e os controles financeiros foram abolidos ou reduzidos em praticamente todos os países. Assim, outras moedas foram progressivamente tornando-se mais conversíveis. O sistema passou a funcionar com várias moedas internacionais, ainda que apenas o dólar continue a exercer o papel de ancorar, em última instância, o padrão monetário (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

O impulso liberalizante se espalhou, com o passar do tempo, do centro geopolítico e econômico para a periferia do sistema internacional. Num primeiro momento, entre a metade das décadas de 70 e 80 aderiram (ou foram forçados) a Europa Ocidental e o Japão. Logo após o início desse movimento, também embarcaram os grandes Estados da *Commonwealth* britânica – Austrália, Canadá e Nova Zelândia. Entre o final da década de 1970 e meados dos anos 90, os países latino-americanos também passaram por reformas financeiras liberalizantes. A partir da segunda metade dos anos 80, o Leste Asiático experimentou uma maior abertura financeira, e a Europa Oriental, assim como a Rússia, incluíram-se nesse processo na medida em que os regimes comunistas começaram a ruir.

Com a evolução do processo de liberalização, outras moedas passaram a deter certa relevância no sistema monetário internacional, ainda que não tenham atingido nunca um nível

expressivo de utilização. O padrão dólar-flexível se apresenta como um ordenamento aberto, onde as economias nacionais podem inserir-se livremente (não sem turbulências ou custos), e as demais moedas podem ser transacionadas se forem demandadas pelos mercados. Nenhuma delas, entretanto, chegou próxima de abalar a centralidade que os EUA e o dólar demonstram.

Afora o próprio dólar e os dois pretensos competidores elencados, a moeda de maior destaque nas transações internacionais é a libra inglesa. Os líderes britânicos, após a derrocada do programa do partido trabalhista no início dos anos 1970, enxergaram na liberalização um modo de retomar certa importância e prestígio internacional do país, outrora a grande potência do sistema internacional. Londres nunca deixou de ser um centro financeiro relevante, e uma maior liberdade de atuação dos capitais privados podia ser um modo de aumentar o papel da Inglaterra no sistema internacional (HELLEINER, 1994).

Na Europa continental, o franco suíço também se consolidou como um veículo de certa importância, principalmente nos mercados financeiros privados. A Suíça e seus bancos historicamente desempenharam papel de entreposto desse tipo de transações, e buscou-se manter essa função no novo sistema financeiro globalizado. Acompanhando a libra esterlina, os grandes países anglo-saxões (Austrália, Nova Zelândia e Canadá) também promoveram a abertura de seus setores financeiros. Na América Latina, as moedas que ganham mais destaque no novo arranjo são o real brasileiro e o peso mexicano. Após o fim dos regimes comunistas na Europa Oriental, as moedas de Polônia e Rússia aparecem marginalmente nas transações financeiras internacionais. No Leste Asiático, até a crise de 1997, as moedas das maiores economias da região (Tailândia, Indonésia e Malásia) ganharam crescente importância, além daquelas das praças financeiras de Hong Kong e Cingapura. Não obstante, essas moedas são de importância reduzida, bem abaixo do dólar e mesmo do iene, euro e libra. Sua utilização é apenas marginal, tendo relevância somente se comparadas às moedas periféricas do sistema, que teoricamente são passíveis de serem utilizadas, mas sem uma validação real nos mercados internacionais (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). O RMB chinês começou a se internacionalizar a partir dos anos 2000, sendo um caso à parte.

Os acordos de meados dos anos 80 foram o último grande acontecimento operado pelos Estados no sistema financeiro globalizado, até a crise de 2008. Após esses acordos, o sistema adotou um modo de funcionamento mais claro e discernível (PANITCH; GINDIN, 2012). O dólar é o veículo principal de transações, denominação e reserva de riqueza, o mercado financeiro americano o principal centro de reciclagem dos excedentes, o FED é o prestador e regulador de última instância, e os títulos do Tesouro o porto seguro do

sistema. Em momentos de normalidade, os mercados privados podem operar nas diversas moedas, instrumentos financeiros e mercados que apresentam alguma conversibilidade, mas a moeda norte-americana mantém a proeminência. Configura-se assim uma hierarquia pronunciada. O dólar ocupa o topo, seguido por outras moedas fortes, largamente conversíveis. Nesse patamar, destaca-se o euro, que tem uma utilização marcadamente maior. Iene e libra também apresentam certa importância, e depois figuram o franco suíço, o dólar canadense e o dólar australiano. Abaixo dessas, estão moedas periféricas, menos conversíveis, utilizadas apenas em situações específicas (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 51).

Essa diversidade de moedas transacionadas alarga o funcionamento do sistema e aumenta as opções disponíveis aos agentes em ciclos de estabilidade. Entretanto, não chega a provocar alterações no padrão monetário: a estrutura financeira, macroeconômica e geopolítica permanece igual. Na verdade, parece ser do interesse da potência central essa maior diversidade. A abertura e conversibilidade dos mercados domésticos amplia o horizonte de atuação dos capitais norte-americanos. Os Estados que buscaram divergir, mantendo extensos regimes de controle de capital e o setor financeiro fortemente regulado, foram pressionados pelos mercados privados, gerando tensões quase insuportáveis em favor da liberalização, ou foram enquadrados abertamente pelos próprios EUA (TAVARES, 1997).

Com poucas exceções, a norma do sistema torna-se mercados financeiros desregulamentados, abertos aos fluxos tanto de saída quanto de entrada de capital estrangeiro. O dólar é o centro do padrão monetário, desempenhando por excelência todas as funções de moeda internacional. Algumas outras moedas participam das transações internacionais – com destaque para o euro, que chega a ultrapassar o uso do dólar em alguns tipos de mercados financeiros. Essa situação deriva mais, no entanto, de uma disposição de diversificação de portfólio por parte de agentes privados (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Em momentos de crise ou instabilidade, esses capitais retornam à moeda central. Após 1985, um padrão de “enfraquecimento” do dólar em períodos de liquidez e segurança, e de “fuga para qualidade” em períodos de pânico, é discernível nos fluxos financeiros internacionais (PRASAD, 2014). Tais movimentos ocorrem principalmente com as moedas periféricas, que desfrutam de maior conversibilidade em ciclos de grande liquidez, mas também afeta as moedas centrais. A internacionalização do euro retrocede após o início da crise europeia, mas os EUA experimentam um influxo de capitais após 2008, mesmo a crise financeira tendo se originado no mercado imobiliário norte-americano. Afora essas flutuações conjunturais, globalmente é a moeda americana que domina as transações e os mercados internacionais.

4 A internacionalização do *renminbi*

O projeto de internacionalização do RMB se insere dentro do quadro apresentado até aqui. Com a consolidação do padrão dólar-flexível na década de 1980, o sistema monetário internacional passou a operar com novas características, e sob uma ordem geopolítica que se desenhava a partir da desintegração da URSS. O dólar afirma-se novamente como o centro das operações, e o sistema financeiro norte-americano como a âncora do sistema. Apesar disso, o regime monetário se apresenta mais aberto que seu predecessor. Outras moedas são livremente transacionadas nos mercados mundiais, com algumas chegando, inclusive, a serem postuladas como possíveis concorrentes à hegemonia do dólar. Isso, todavia, nunca chegou a ocorrer, e a circulação de outras moedas não alterou a estrutura básica do sistema, nem a dominância do dólar e do mercado financeiro dos EUA.

Em meio a esse longo processo, desde o fim dos arranjos de Bretton Woods até a estabilização de um novo padrão monetário, a China deu início a uma maior integração no sistema financeiro globalizado. Essa, porém, foi notadamente distinta do que ocorreu com a maioria dos outros países. Enquanto a opção de crescimento produtivista exauria-se na maior parte do mundo, o país adotava um padrão de desenvolvimento exatamente nesse sentido.

Até os anos 1960, a China havia se isolado no sistema internacional, política e economicamente. Com a polarização rígida da Guerra Fria, o país estava em oposição aberta aos EUA. Entretanto, divergências geopolíticas afastaram-no também da URSS¹⁴ e de seus aliados do bloco socialista. Ao final daquela década, a China estava em rota de colisão com as duas superpotências mundiais (KISSINGER, 2011).

A situação geopolítica, entretanto, sofreu uma grande reviravolta no início da década de 1970. Os EUA, do anticomunista presidente Nixon (que decretara o fim do padrão monetário de Bretton Woods), e a China comunista, do revolucionário Mao Tsé-Tung, aproximaram-se estrategicamente¹⁵. Os dois lados se comprometeram a normalizar suas relações diplomáticas, concordando em cooperar para não permitir o aumento da influência soviética e apoiar-se mutuamente. Em troca do apoio chinês no enfrentamento à URSS, os EUA restabeleceram oficialmente relações diplomáticas e encaminharam o reconhecimento da China continental nos organismos internacionais, no lugar de Taiwan – inclusive como membro permanente no Conselho de Segurança da ONU, com poder de veto. Com isso, abriu-se a porta para a normalização das relações diplomáticas com o restante do mundo

¹⁴ Para uma apreciação do período de isolamento político e econômico da China frente ao sistema internacional, conferir Kissinger (2011); Maddison (2007); Naughton (2007); Spence (1996).

¹⁵ Para um relato detalhado conferir Kissinger (2011).

capitalista (KISSINGER, 2011). Também estava dado o primeiro passo para a China entrar no circuito econômico internacional, tendo acesso a crédito em condições favoráveis e aos mercados desenvolvidos para receber suas exportações (MEDEIROS, 1999).

Com a morte de Mao em 1976, abriu-se uma disputa pelo poder entre facções do partido comunista chinês. Dois anos depois, emergiu como vitorioso incontestável o grupo encabeçado por Deng Xiaoping. Para além da abertura externa, este também executaria mudanças internas. Já em 1979, inicia-se um portentoso processo de reformas econômicas, que mudou o panorama da economia nacional. Muito sumariamente, essas reformas visavam promover o desenvolvimento e a modernização do país ao acabar com o controle completo da centralização e do planejamento sobre os aspectos econômicos. Introduziram-se gradualmente mecanismos de mercado, sem perder o comando que o Estado detinha (NAUGHTON, 2007).

As reformas trouxeram grande desenvolvimento econômico, com índices de crescimento de cerca de 10% do PIB ao ano por mais de duas décadas. Observam-se resultados positivos em quase todos indicadores econômicos e sociais – incorporação de mão-de-obra, aumento da produtividade, elevação do nível médio dos salários, etc. (NAUGHTON, 2007; NOGUEIRA, 2011). Entretanto, não se pretendeu qualquer tipo de mudança no regime político que implicasse perda da liderança do Partido Comunista Chinês. Esse processo de reformas torna-se a marca do novo ciclo político da China, que de certa forma se estende até a atualidade¹⁶ (KISSINGER, 2011; MEDEIROS, 2008).

O “modelo chinês” de desenvolvimento apresenta crescimento puxado principalmente pelo investimento público (*investment-led*), combinado com variados graus de expansão do mercado interno, controles financeiros e fomento das exportações (MEDEIROS, 2013). De especial importância, o crescente envolvimento do país na economia global foi permeado por forte repressão e liderança do Estado no setor financeiro doméstico, com um regime extensivo de controle da entrada e saída de fluxos internacionais de capital (BURLAMAQUI, 2015). No período inicial das reformas, sua participação externa se dava, principalmente, através da maior presença no comércio mundial e da atração de investimentos produtivos, ainda que a principal variável do crescimento econômico fosse (e continue sendo) o investimento interno (MEDEIROS, 2013).

Enquanto a maior parte dos países buscava uma inserção financeira na nova ordem econômica mundial, desregulamentado os mercados e abrindo suas economias à entrada e

¹⁶ A análise sobre o crescimento da China e seu modelo de desenvolvimento foge ao escopo do trabalho, mas é tema de vasta literatura. Para algumas referências mais aprofundadas, conferir Maddison (2007); Medeiros (2013); Naughton (2007). Para os debates políticos que permearam o período pós-reformas, conferir Kissinger (2011); Marti (2007); Medeiros (2008).

saída de capitais, o governo chinês buscava aumentar as exportações manufatureiras e atrair investimentos em capacidade produtiva, ao passo que reprimia seu setor financeiro nacional e mantinha controle estrito sobre os fluxos internacionais. Isso não quer dizer que a economia chinesa estivesse totalmente apartada dos desdobramentos do sistema monetário internacional, nem que dele fosse independente. O próprio desenvolvimento do país está intrinsecamente ligado ao aumento do gasto americano em conta corrente¹⁷ (PRASAD, 2014; SERRANO, 2008; WOLF, 2009). Mas o modo como a China buscou reintegrar-se à economia global, depois de um período de quase autarquia (KISSINGER, 2011; NAUGHTON, 2007), é marcadamente distinto do que ocorreu em boa parte do sistema.

4.1 Inserção da China no sistema financeiro globalizado

A partir dos anos 1980 a China passou, então, a aumentar seus contatos econômicos com o exterior. Cumpria criar ou modificar os mecanismos institucionais para mediar essa nova relação. No período pré-reformas, o país apresentava um baixo nível de desenvolvimento financeiro, assim como poucas ligações com o sistema monetário internacional. O processo de abertura e reformas foi acompanhado da montagem de uma estrutura de controles externos ao mesmo tempo em que se desenvolvia um incipiente mercado financeiro doméstico.

Tal como as reformas econômicas gerais do período, as mudanças no setor financeiro foram marcadas por gradualismo e experimentação. O governo prezou pela estabilidade e continuidade do crescimento em detrimento de maiores avanços nos mecanismos de mercado. Isso foi especialmente verdade no segmento das finanças, entendido como muito “capitalista”, inerentemente instável e capaz de provocar desequilíbrios no modelo de crescimento adotado. Ainda assim, o padrão e o ritmo desse crescimento não seriam possíveis sem a existência de mecanismos de financiamento mais sofisticados (MENDONÇA, 2015). Imperou então um “caminho dual” entre planejamento centralizado e mercado, com as reformas tomando corpo lentamente. As autoridades em Pequim continuaram comandando, regulando, e atuando fortemente para determinar os rumos dos mercados, caracterizando uma governança financeira liderada pelo Estado (BURLAMAQUI, 2015). Esse tipo de abordagem com as

¹⁷ A relação desse modelo de desenvolvimento com o padrão monetário e financeiro internacional é tema de vasta literatura. No presente trabalho, adota-se a formulação do “dólar-flexível” como a mais abrangente e que mais contribui para o entendimento do objeto central, os determinantes do processo de internacionalização da moeda chinesa. Não obstante, isso não exaure o debate sobre o tema. Para maior aprofundamento e explicações diversas da apresentada aqui, conferir Bibow (2010); Borio (2014); Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003); Ferguson, capítulo 6 (2008); Pinto (2011); Prasad (2014); Roubini (2007); Serrano (2008); Wolf (2009).

reformas econômicas também continua presente até os dias de hoje. A estratégia de internacionalização do RMB deriva muito dessas experiências.

Até o início do processo de abertura, a China contava com poucos instrumentos de cunho financeiro para lidar com o exterior. Assim como a maior parte dos meios de produção, o regime de comércio exterior e os mecanismos de concessão de crédito eram de propriedade estatal, centralizada. A economia chinesa encontrava-se apartada do resto do sistema por uma estrutura de “dupla válvula de ar” (NAUGHTON, 2007, p. 380). A primeira válvula era o próprio regime de comércio exterior, onde existia um monopólio governamental na forma de companhias estatais. A segunda válvula era o regime cambial: o RMB era inconversível em outras moedas fora do território nacional, e aos agentes domésticos não era permitido trocar ou reter livremente divisas externas. Esse mecanismo foi desenhado para isolar a economia chinesa do mercado mundial, permitindo a entrada de apenas alguns elementos específicos – em geral, importações de commodities ou divisas provenientes da exportação de petróleo.

Na primeira fase de reformas, até meados dos anos 1990, o sistema financeiro chinês serviu primariamente para apoiar a transição e reestruturação do setor estatal, dada a estratégia dual entre planejamento e mercado. Portanto, permaneceu ainda largamente segmentado dos mercados mundiais, disponível apenas para atores domésticos selecionados, e sem que o Estado perdesse a capacidade de influir decisivamente na alocação dos recursos.

A primeira grande modificação nesse segmento foi a separação de escritórios e agências do banco central chinês (Banco Popular da China, BPC) e sua elevação à categoria de bancos independentes, para atendimento ao público. A partir de 1979, foram criados quatro desses, com atuação delimitada a certos setores da economia – são os que mais tarde viriam a se tornar os *quatro grandes* bancos comerciais chineses¹⁸ (DEOS, 2015; LUO, 2016; MENDONÇA, 2015). O BPC passou, a partir daí, a exercer funções típicas de um banco central, como controle das taxas de juros e volume de crédito, supervisão, regulação, etc.; ainda que com a peculiaridade de todas as instituições que ele supervisionava também pertencerem ao Estado (CARVALHO, 2013).

¹⁸ Em ordem cronológica, o *Agricultural Bank of China* (ABC) foi criado em fevereiro de 1979, tendo como setor de atuação exclusiva as áreas rurais. O segundo banco desse tipo foi o *Bank of China* (BOC), estabelecido em março de 1979, responsável por operações relacionadas a transações internacionais. O terceiro foi o *China Construction Bank* (CCB) em outubro de 1979, com mandato de financiamento dos investimentos em ativos fixos. Por fim, alguns anos depois, foi criado o *Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC) em janeiro de 1984, para atuar junto ao financiamento do setor de serviços. Assim como outras instituições que viriam a ser criadas posteriormente, alguns desses bancos existiam previamente a 1979, mas haviam sido fundidos dentro da estrutura do BPC (CARVALHO, 2013; LUO, 2016; NAUGHTON, 2007).

Um primeiro esboço de arcabouço jurídico para o mercado de capitais também começou a surgir nesse período. Mesmo sem aval oficial, mercados acionários já haviam surgido nos maiores centros urbanos. Os governos municipais de Xangai e Shenzhen, cidades que apresentavam crescimento exponencial, pressionavam as autoridades centrais por uma estrutura legal, financeira e administrativa para esse tipo de transação, já que elas ocorriam particularmente nessas cidades (WALTER; HOWIE, 2006). Pequim decidiu autorizar a instalação de bolsas de valores no início da década de 1990. A participação nesse novo segmento era, todavia, extremamente regulada. A listagem de empresas nas bolsas não era aberta nem estava a cargo de entidades privadas: apenas aquelas autorizadas pelo governo central podiam emitir títulos e vender ações. Em geral, a permissão era dada para as próprias empresas estatais. A compra desses instrumentos também era exclusiva a investidores domésticos (CARVALHO, 2013; NAUGHTON, 2007).

Com isso, configurou-se certa estrutura financeira que perdurou por praticamente duas décadas. Apesar das progressivas reformas, a arquitetura fundamental desses segmentos manteve-se até a virada do século¹⁹. De modo geral, o sistema financeiro chinês era (e ainda o é) dominado pelo setor bancário, com forte predominância dos bancos estatais, e dentro desses, destacam-se os quatro grandes. A participação do capital privado era pequena, geralmente subordinada a ações minoritárias dentro de instituições de propriedade mista. Entretanto, esse setor cresceu bastante com a aceleração econômica, apontando para ser um dos maiores do mundo em termos de valor dos ativos detidos²⁰. O mercado de capitais, apesar de existente e com um volume considerável de transações, era muito restrito, mesmo a atores domésticos. Servia apenas marginalmente como forma de financiamento para os setores produtivos. Ambos estavam limitados para investidores internacionais, e contavam com forte atuação do Estado.

Assim, apesar do alargamento durante a primeira fase das reformas, a quase totalidade do sistema financeiro ainda era dominada pelo Estado, principalmente através dos bancos públicos. A repressão do mercado financeiro garantia que os excedentes do setor privado (basicamente, a poupança das famílias) fossem canalizados para os bancos na forma de depósitos. Durante a transição entre o planejamento central completo e a introdução de

¹⁹ Prasad e Wei (2005) apresentam, no seu Apêndice I, uma listagem da evolução do regime de controles de capitais na China para esse período, do início das reformas até 1996.

²⁰ O sistema bancário chinês atualmente é o maior do mundo, em termos de ativos registrados nos balanços de instituições desse tipo. Os *quatro grandes* bancos estatais ocupam efetivamente as quatro primeiras posições no ranking global. O ICBC é pelo sexto ano consecutivo o maior banco do mundo pelo total de ativos, sendo também o maior por número de depósitos e empréstimos concedidos. A lista completa inclui 100 bancos: a China, com 18, é o país que registra mais instituições (MEHMOOD, 2017).

mecanismos de mercado, o sistema bancário foi usado para sustentar empresas estatais ineficientes pela nova lógica de mercado, e assim evitar demissões e quebras nessas indústrias – foi o período de “reforma sem perdedores” (NOGUEIRA, 2011).

Basicamente, o governo utilizava os fundos financeiros disponíveis, principalmente a poupança depositada nos bancos estatais, para realizar empréstimos em condições favoráveis às empresas públicas, de forma a compensar os grupos que teriam perdido durante o período de transição. Desse modo, um segmento amplamente controlado pelo Estado serviu como colchão de liquidez para as próprias empresas estatais, facilitando sua adaptação e impedindo ou retardando sua falência. Boa parte da estrutura de proteção social – saúde, educação, moradia, previdência, etc. – era baseada no emprego público, tornando problemático um choque repentino nesse segmento (CARVALHO, 2013; WALTER; HOWIE, 2012).

Já o mercado de capitais servia como um instrumento para reestruturar essas empresas estatais, diminuindo seu número, tamanho e escopo de atuação, em preparação para uma maior importância dos mecanismos de mercado. Isso era realizado através de “reestruturações” – privatização completa – e “privatizações parciais” – o Estado vendia algumas ações, mas continuava a deter o maior número delas (NAUGHTON, 2007; WALTER; HOWIE, 2006). Mesmo quando essas empresas foram totalmente vendidas à iniciativa privada que se formava, muitas vezes quem ficava com esse capital eram agentes políticos, antigos administradores ou associações de funcionários da própria empresa. Isso criava laços instrumentais e afetivos com o Estado e o Partido Comunista, mais que simplesmente relações econômicas. Assim, mesmo a nascente classe empresarial chinesa está intrinsecamente ligada à intervenção estatal – além desse movimento evitar a desnacionalização das empresas privatizadas (MCNALLY; WRIGHT, 2010).

As ações que efetivamente eram negociadas nas bolsas de valores se dividem em categorias, dependendo de onde eram transacionadas e por quem podem ser adquiridas. A maior parte delas sempre foi do tipo “A”, ofertadas nas bolsas nacionais em Xangai e Shenzhen, reservadas a investidores domésticos. Essas se dividem ainda em ações transacionáveis e não transacionáveis, que são retidas pelo Estado de forma direta ou indireta (através de empresas estatais, autarquias, governos regionais, etc.), e que geralmente compõe a maior parte do capital social das empresas.

Existem ainda as ações tipo “B”, negociadas em moeda estrangeira (dólar norte-americano em Xangai e dólar de Hong Kong em Shenzhen), reservadas a investidores estrangeiros. Durante a década de 90, o volume das ações “B” era bem menor que das de tipo

“A”, e as empresas autorizadas a emitirem-nas eram em número limitado, com caráter experimental. Em algumas praças internacionais, empresas chinesas selecionadas também podiam emitir ações, outra vez em caráter experimental²¹. Assim, mesmo havendo oferta de ações chinesas no exterior ou disponíveis a estrangeiros, essas eram operadas em mercados separados das domésticas, e deviam passar pelo crivo das agências reguladoras para serem autorizadas (ALLEN et al., 2012; CARVALHO, 2013; NAUGHTON, 2007).

Essa arquitetura financeira básica perdurou durante praticamente duas décadas, a partir do início das reformas econômicas. Mas com a aproximação do fim da década de 1990, a trajetória do desenvolvimento financeiro da China começou a sofrer alterações mais significativas. Em grande parte fruto do próprio sucesso do desenvolvimento econômico, o país passou a formular e executar uma nova estratégia de inserção internacional. Tal estratégia passava, dentre outros postulados, por uma maior assertividade na política mundial, além de mais espaço para a atuação dos capitais chineses. Entretanto, o imperativo de estabilidade e crescimento não seria abandonado, e continua tendo prioridade na política chinesa em caso de incompatibilidade com outros objetivos. Característica do período pós-reformas, a China passou a transitar de forma gradual a uma nova fase de maior participação global.

Dentro do contexto de reformas econômicas, a China logrou se reinserir favoravelmente na economia mundial, alcançando um sucesso extraordinário em seus objetivos de crescimento industrial. Não obstante, durante esse período o país manteve um extenso regime de controles sobre os fluxos de capitais, mas sem deixar de manter relações financeiras com o exterior, essenciais para a execução o modelo de crescimento adotado (MENDONÇA, 2015). Porém, o próprio desenvolvimento econômico fez com que seu modo de inserção financeira fosse se alterando, especialmente após a crise asiática de 1997.

Além do mais, o desenvolvimento chinês contara inicialmente com o apoio norte-americano, como peça da estratégia geopolítica da Guerra Fria. Mas após uma década de aliança tácita, as relações começaram a tornarem-se tensas. A URSS e o bloco de países comunistas se esfacelavam, e assim o bloco liderado pelos norte-americanos firmou-se como o vencedor da Guerra Fria. Não era mais necessário “tolerar” o regime comunista que na China. A opinião pública internacional voltou-se contra o governo em Pequim especialmente após os eventos da Praça da Paz Celestial em 1989²². A disposição da superpotência

²¹ Tipo “H” para Hong Kong, “N” para Nova York, “L” para Londres e “S” para Cingapura.

²² Em 1989, estudantes chineses, apoiados por diversos grupos sociais, ocuparam por semanas a praça central de Pequim até serem violentamente dispersadas pelo Exército. O incidente causou grande repercussão internacional. Para mais informações, conferir o documentário veiculado pela BBC, China’s... (2009), e Spence (1996).

converteu-se paulatinamente de cordialidade para beligerância, e os EUA passaram a tentar cercar o surgimento de um novo competidor (MEDEIROS, 1999, p. 391-392).

Mas o nível de desenvolvimento já alcançado, especialmente no campo econômico, abriu novas possibilidades de atuação e inserção da China no cenário mundial (MEDEIROS, 1999). Por conseguinte, ela começa, a partir do início do século XXI, a também experimentar com a desregulamentação de seu mercado financeiro, passando por um período de extroversão do capital interno e progressiva (ainda que limitada) conversibilidade de sua moeda.

Desse modo, o panorama começou a alterar-se com a virada do século, por condicionantes domésticos e internacionais. Uma nova fase de desenvolvimento financeiro se iniciava. Começou gradualmente a haver permissões para a atuação de entidades estrangeiras no setor bancário *per se*, sem o requerimento de que estivessem ligadas a atividades industriais ou de comércio exterior. Mesmo os quatro grandes bancos públicos tiveram seu capital aberto à participação de investidores internacionais. A estrutura de ações transacionáveis e não transacionáveis sofreu alterações, aumentando o volume que os investidores privados podiam adquirir e negociar (ALLEN et al., 2012).

Ao mesmo tempo, houve também uma maior extroversão do capital chinês, com o país fomentando a internacionalização de grandes empresas nacionais (CINTRA; SILVA FILHO, 2015; SHAMBAUGH, 2013). Para compensar a entrada de atores externos, as autoridades buscaram a “internacionalização controlada” de seu setor financeiro, especialmente dos grandes bancos, acompanhando as empresas produtivas que realizavam investimentos no exterior (DEOS, 2015, p. 408). A partir de então, a China passou a apostar em uma maior participação nos mercados financeiros mundiais para seus capitais e empresas, seguindo o gradualismo e experimentação característicos do período pós-reformas.

Muito devido ao dinamismo do crescimento econômico chinês, o país passa então por uma tentativa de transição de seu papel internacional, de “fábrica do mundo” e grande nação exportadora a também desempenhar o papel de uma potência financeira (CINTRA; PINTO, 2013). Assim, o foco da estratégia de globalização da China vem movendo-se da expansão das exportações e atração de investimento estrangeiro para uma integração mais profunda no sistema financeiro globalizado ancorado no dólar-flexível (CHENG; XIAOJING, 2017, p. 23). Entretanto, o imperativo de crescimento e estabilidade interna não são abandonados, nem os cânones do modelo de desenvolvimento liderado pelo investimento estatal.

4.2 O projeto de internacionalização

Como a China apresenta uma economia pujante, de crescimento acelerado ao longo de décadas, alta participação no comércio internacional, e agora realizando uma extroversão do capital doméstico, seria plausível que sua moeda desempenhasse um papel proeminente na hierarquia internacional. Entretanto, é cadente que a posição da China na economia global não encontra correspondência na posição do RMB (VALLÉE, 2012).

O projeto de internacionalização da moeda chinesa parte dessa constatação: o RMB poderia ter mais espaço dentro do sistema monetário internacional. Decide-se fomentar seu uso exatamente a fim de elevar seu status a um patamar superior dentro da hierarquia monetária. Essa internacionalização serviria para apoiar a atuação dos capitais chineses no exterior, mas principalmente para proteger a China das turbulências e instabilidades do sistema financeiro, já que seu crescente envolvimento nele expõe o país a maiores riscos, como crises cambiais e fuga de capitais (PRASAD, 2014).

No entendimento chinês, o padrão monetário baseado no dólar-flexível concede muitas prerrogativas ao emissor da moeda-chave, que pode sustentar déficits gêmeos (fiscal e em conta corrente) através da emissão de passivos em dólar aceitos internacionalmente, e assim extrair riqueza material dos outros países (HE, 2015). Isso cria um risco de instabilidade permanente, pois sujeita o sistema em grande parte à política norte-americana. As autoridades econômicas dos EUA estão livres para tomarem medidas com foco exclusivamente doméstico, sem precisar levar em conta os efeitos que essas têm sobre o mundo através de sua moeda e seu sistema financeiro internacionalizado. Os EUA podem manter déficits crônicos, sem a necessidade de realizar qualquer ajustamento motivado por algum estrangulamento externo, enquanto seu endividamento e as consequências de suas políticas sobre o dólar geram pressões sistêmicas para realinhamentos cambiais e macroeconômicos nos outros países.

Além de seus efeitos negativos imediatos, essa instabilidade sistêmica força os países que não emitem moedas amplamente conversíveis a se resguardar através do acúmulo de reservas internacionais. Essas são mantidas, em sua maioria, em títulos públicos de governos emissores de moedas conversíveis – e o grande receptor é sem dúvida o Tesouro americano. Tais títulos são preferidos por serem considerados líquidos e seguros, mas apresentam rendimentos baixos em comparação com outros ativos (PRASAD, 2014). Assim, os excedentes financeiros alcançados por países superavitários são mantidos quase inutilizados em títulos de baixo rendimento, por motivos precaucionais, desviando ainda mais os fluxos

financeiros em direção ao centro. Isto efetivamente tem acontecido, mesmo que as autoridades norte-americanas persigam objetivos domésticos considerados legítimos por outros Estados. A China, com efeito, tem sido a grande “perdedora” desse efeito, segundo essa visão – mesmo que suas reservas internacionais tragam também benefícios ao país, especialmente para sua política cambial (CHIN; WANG, 2010; HE, 2015).

Este era o panorama financeiro internacional quando o país passou a incentivar a extroversão de seus capitais e participar mais ativamente do sistema globalizado liderado pelo dólar. É difícil determinar com precisão quando o projeto de internacionalização do RMB efetivamente se iniciou, mas ele plausivelmente é derivado do maior envolvimento chinês nos mercados financeiros mundiais, a partir da segunda metade dos anos 90. Entende-se que começou a ser concebido no início dos anos 2000, e ações efetivas nesse sentido passaram a ser empreendidas em sequência. Entretanto, o projeto havia avançado pouco na primeira década do novo século. A crise financeira de 2008 foi o grande catalisador do processo. A partir de então, os indícios de que há um projeto específico para internacionalizar a moeda chinesa se tornaram mais numerosos, e as medidas tomadas mais vultuosas e visíveis.

Com o aumento das relações financeiras e monetárias da China com o exterior, o país passou a depender cada vez mais do dólar para suas transações externas – posto que a moeda norte-americana é o validador último de todas as transações do sistema. Dada a fixação do câmbio e a persecução de superávits comerciais persistentes após a crise asiática em 1997, também veio a acumular enormes saldos em reservas internacionais, a maior parte depositada em ativos denominados em dólar. Assim, as autoridades chinesas começaram a demonstrar preocupações com sua dependência do dólar, tanto para suas transações externas (principalmente as exportações) quanto de suas reservas (CAMPANELLA, 2014; HE, 2015).

A resposta mais lógica e imediata para essa questão, do ponto de vista chinês, seria afastar-se do dólar e utilizar outra moeda para denominar e liquidar seu comércio, diversificando também suas reservas internacionais. Porém, essa solução esbarra em empecilhos práticos. Não há outra unidade que seja globalmente aceita no comércio internacional como o dólar. Igualmente não existe nenhuma combinação de mercados financeiros grandes o bastante para acomodar o montante de reservas chinesas, que não o sistema financeiro e o Tesouro americano (KROEBER, 2011). Além disso, o governo chinês, assim como outros bancos centrais, prioriza segurança e liquidez acima do retorno de seus ativos de reserva, mesmo que em períodos de estabilidade a falta de opções com maior retorno seja inconveniente. Entretanto, o mercado financeiro norte-americano, e o papel do

FED e do Departamento do Tesouro de controle sobre a unidade central das transações do sistema monetário internacional, tornam os ativos em dólar os investimentos mais líquidos e seguros do mundo (HE, 2015; PRASAD, 2014).

A saída encontrada para diminuir a dependência do dólar, então, foi aumentar o uso internacional de sua própria moeda. Com o RMB sendo mais empregado nas transações internacionais, a China poderia precaver-se, em parte, da instabilidade sobre o comércio mundial, e não precisaria manter tantas reservas em moeda estrangeira para realizar ajustes externos, já que o BPC é o emissor e controla discricionariamente sua própria moeda (EICHENGREEN, 2011, p. 141). Além do mais, poderia incorporar algumas das vantagens, apontadas anteriormente, de se ter uma moeda internacional. Dentre elas, adquirir maior grau de autonomia e influência no sistema internacional seria visto como extremamente vantajoso (COHEN, 2012; HE, 2015). Mesmo que houvesse se beneficiado do padrão de funcionamento do sistema monetário internacional, a China começava a inquietar-se com sua dependência do dólar, vista como “excessiva”. Foi quando sobreveio a crise financeira global, impactando fortemente o sistema.

Apesar de as dúvidas chinesas sobre o atual sistema precederem a crise, e ações já terem sido tomadas para aumentar a utilização externa do RMB antes de 2008, essas dúvidas foram trazidas à tona e exacerbadas pela turbulência internacional provocada pela quebra do mercado *subprime* (CHIN; WANG, 2010). O grande propulsor do projeto de internacionalização monetária, assim, foi a crise financeira internacional. Logo após o evento, autoridades chinesas passaram a externar mais claramente, através de discursos e documentos oficiais (CHIN; WANG, 2010; HE, 2015; XIAOCHUAN, 2009), preocupação com a dominância do dólar sobre o sistema financeiro globalizado e as consequências internacionais das políticas macroeconômicas norte-americanas. Então, o país busca aprofundar a internacionalização de sua moeda como resposta.

Portanto, a China pretende que o RMB seja uma moeda mais utilizada internacionalmente. Para isso, tem de se defrontar com a hierarquia que se apresenta atualmente. O sistema monetário hodierno se caracteriza por uma assimetria pronunciada, tendo o dólar no topo, como a moeda mais utilizada, líquida e segura. Depois, o euro destaca-se como a segunda mais importante, sendo utilizada principalmente nos mercados financeiros privados e no seu entorno regional. Após ele, há outras moedas com alguma importância, mas que não se aproximam do nível de utilização da moeda central – a libra esterlina, o iene e o franco suíço, por exemplo (VALLÉE, 2012).

Quando o projeto de internacionalização do RMB foi idealizado, este se encontrava em uma posição irrelevante na hierarquia monetária internacional. Respondia apenas por uma quantidade irrisória das transações e ativos internacionais. A título de ilustração, apresentam-se os dados de utilização no mercado cambial *spot* e de participação nas reservas oficiais. Em 2001, a participação da moeda chinesa no giro diário das transações cambiais internacionais era menor que 0,1%. O dólar representava 90% do mercado²³ (BIS, 2007). No mesmo ano, a participação do RMB nas reservas declaradas junto ao FMI era menor que 0,01%. A participação do dólar era de cerca de 70% (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2017b). Efetivamente, nenhum agente transacionava RMB nos mercados cambiais, e nenhum país o utilizava como moeda de reserva, a não ser em valores simbólicos.

Para ser levado a cabo, o projeto também tem que levar em conta a estrutura do sistema financeiro doméstico chinês, além de certos condicionantes macroeconômicos e políticos. Como explicitado anteriormente, o mercado financeiro na China é marcado pela dominância do setor bancário, e dentro desse pelos grandes bancos públicos. A maior parte dos ativos está na forma de empréstimos, e esses se concentram dos bancos para as empresas estatais. O mercado de títulos e ações é pequeno, também dominado pelo setor público, e até o início dos anos 2000 praticamente indisponível para agentes externos. No setor bancário, algumas exceções pontuais já haviam surgido, permitindo a atuação de bancos estrangeiros. Mas em ambos, havia uma baixa participação de atores do setor privado. Entretanto, impulsionado pelo crescimento acelerado da economia chinesa, o setor financeiro experimentou um grande aumento no valor dos ativos e transações registrados (VALLÉE, 2012). Ele pode ser caracterizado como um mercado profundo, porém estreito: o valor dos ativos financeiros em relação ao PIB é alto, mas a diversidade de instrumentos e instituições financeiras existentes é baixa em comparação com outros países de renda per capita semelhante (CARVALHO, 2013).

Ademais, a China preserva muitos controles financeiros sobre a conta capital. Os fluxos internacionais, tanto de entrada quanto de saída, dão-se apenas nos setores e quantias permitidos pelo governo. Em geral, até o início do processo de internacionalização monetária, muito poucas permissões eram concedidas, e ainda assim, essas eram (e em grande medida continuam) sujeitas a inúmeros controles e regulações, tanto na forma de barreiras explícitas quanto através de impostos, inspeções, requerimentos burocráticos, etc., que dificultam as transações. Esse extenso regime de controles foi peça essencial do modelo de

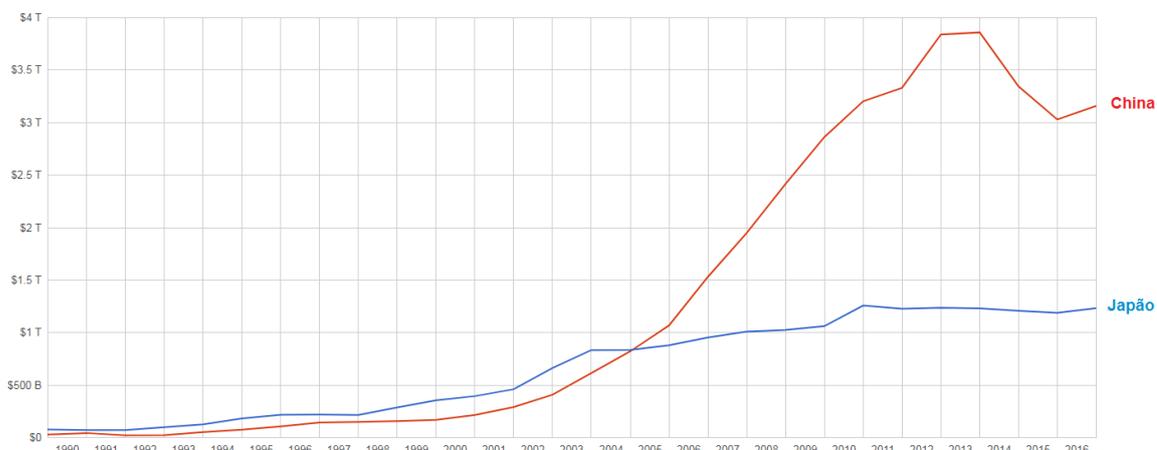
²³ Deve-se lembrar de que a soma total é 200%, e que duas moedas são envolvidas em cada transação. Portanto o dólar esteve presente em uma das pontas em quase todas as transações. Conferir nota de rodapé nº 11, página 46.

desenvolvimento praticado a partir das reformas econômicas. Ele direcionava os investimentos externos para os setores que as autoridades em Pequim desejassem, promovendo o crescimento e modernização dos segmentos produtivos, ao mesmo tempo em que impedia a fuga de fundos internos, mantidos cativos à disposição dos bancos públicos, dado as poucas opções disponíveis fora os depósitos bancários.

Esse mesmo regime de controle de capitais é, no entanto, um dos maiores empecilhos à internacionalização mais profunda do RMB. Como a China tem apresentado superávits persistentes nas transações correntes, tem absorvido um excedente econômico do resto do mundo. Assim, acumulou saldos financeiros em moedas fortes – a maior parte em dólar. Para que sua própria moeda fosse mais utilizada, então, seria necessário que o país permitisse a estrangeiros adquirirem ativos e endividarem-se em RMB, assim como nacionais realizarem operações externas em sua moeda nacional (CHOVANEC, 2015). Todavia, até o início dos anos 2000, agentes externos estavam impedidos de atuar no mercado financeiro doméstico, salvo algumas poucas exceções, e até o advento da política de “*going global*”, os capitais chineses tinham pouca atuação internacional.

Outro determinante de muita importância a influenciar uma utilização mais ampla do RMB é o estoque acumulado de reservas internacionais. A enorme quantia depositada em dólares é um dos motivos que levaram à tentativa de internacionalização: a China vê-se como vulnerável à política macroeconômica norte-americana e às variações do dólar, que podem diminuir o valor de suas reservas. Entretanto, exatamente por reter quantidade tão grande de ativos em dólar, o país encontra-se atrelado ao atual padrão. Uma ruptura brusca do regime monetário causaria exatamente o que a China tem tentado evitar – uma diminuição no valor das reservas em dólar, sem que haja uma alternativa presente. Assim, mesmo que se busque um maior espaço para o RMB, não é provável que as autoridades chinesas estejam visando o fim do padrão dólar-flexível. Por outro lado, essas reservas também servem como apoio ao processo de internacionalização, permitindo, por exemplo, enfrentar déficits de curto prazo na conta capital e desvalorizações cambiais, sem que seja necessária uma alteração mais significativa na estratégia.

Figura 3 – Estoque de reservas internacionais dos maiores detentores (US\$)



Fonte: The World Bank (2017e).

Por fim, a tentativa de dar mais proeminência internacional ao RMB também deve obedecer ao imperativo de manutenção da estabilidade macroeconômica e do crescimento do PIB, via de regra ainda perseguidos segundo o padrão de desenvolvimento estabelecido no início dos anos 1980. Esses são considerados os objetivos primordiais do Estado chinês, e qualquer papel previsto para a moeda tem de submeter-se a tais ditames políticos. Isso é especialmente sensível no caso de uma maior abertura da conta capital, geralmente elencado por analistas internacionais (especialmente ocidentais) como uma reforma indispensável para a internacionalização do RMB, mas que tende a trazer maior volatilidade nos fluxos de capital e nos preços de ativos financeiros.

A política cambial também se encontra numa encruzilhada nesse quesito. A manutenção de superávits comerciais e de um controle estrito sobre o valor externo da moeda é peça fundamental do modelo de crescimento praticado. Entretanto, esse também é um ponto usualmente elencado pela literatura onde seria necessária maior flexibilidade para que o RMB desempenhe papel mais destacado no sistema monetário internacional. Mas uma política cambial com menos intervenções pode acarretar maior volatilidade no valor externo da moeda e nos preços domésticos, principalmente dada a crescente integração financeira que a China tem apresentado com o mundo.

A preocupação com relação a esses dois mecanismos específicos não é à toa. A experiência japonesa nos anos 1980 ressoa muito familiar às autoridades chinesas. Os pontos onde um uso global mais elevado da moeda nacional parece colidir com o modelo de desenvolvimento executado (especialmente abertura da conta capital e liberalização da taxa de câmbio) são aqueles onde existe mais pressão internacional por reformas, assim como foi com

o Japão na década de 1980. Portanto, a China mostra-se reticente em executar liberalizações de amplo espectro, e parece comprometida a manter o ritmo de experimentação restrita, com gradual ampliação, das reformas de cunho financeiro.

A estratégia de internacionalizar o RMB está intrinsecamente ligada às ambições geopolíticas da China, e surge precisamente num momento em que ela busca ampliar sua atuação externa e o horizonte de ação para seus capitais (CAMPANELLA, 2014). A maior participação nas transações financeiras, e o aprofundamento das relações com o sistema monetário, expõe o país a maiores riscos, como a crise asiática de 1997 demonstrou. Desse entendimento surge o projeto de internacionalizar o RMB. Entretanto, foi a crise de 2008 que explicitou a necessidade de proteger a economia chinesa das turbulências do sistema.

Porém, muito do que a China tem para resguardar, como o estoque de reservas internacionais e sua rede de comércio global, foi alcançado precisamente pelo modo de funcionamento do padrão dólar-flexível. Não é do interesse chinês, assim, romper definitivamente com esse regime. A estratégia cautelosa de ampliação do uso internacional de sua própria moeda pode ser definida, ao menos por ora, como um processo defensivo (CINTRA; PINTO, 2013). Essa foi a saída encontrada para diminuir a dependência chinesa do dólar, sem contudo causar uma grande disjunção no sistema monetário internacional. O caminho para tanto, porém, não é livre de custos e contradições (HE, 2015).

Assim, a China tem buscado tomar medidas para reduzir os controles cambiais e incentivar atores externos a operar em RMB, ainda que de modo seletivo e cauteloso (PRASAD, 2014). Como visto, essas medidas sofrem constrangimentos advindos do próprio modelo macroeconômico e financeiro vigente no país. Esses não são triviais, podendo mesmo estancar o processo, ou resultar em crise financeira aguda. Ademais, o nível de equilíbrio entre internacionalização e preservação dos mecanismos de controle é uma decisão política, podendo estabilizar-se aquém de uma utilização mais ampliada da moeda chinesa. E mesmo que se procure elevá-la a um novo patamar, não parece estar em discussão um desafio explícito ao dólar ou ao papel desempenhado pelo sistema financeiro norte-americano.

4.3 A posição da China e do *renminbi* na hierarquia monetária internacional

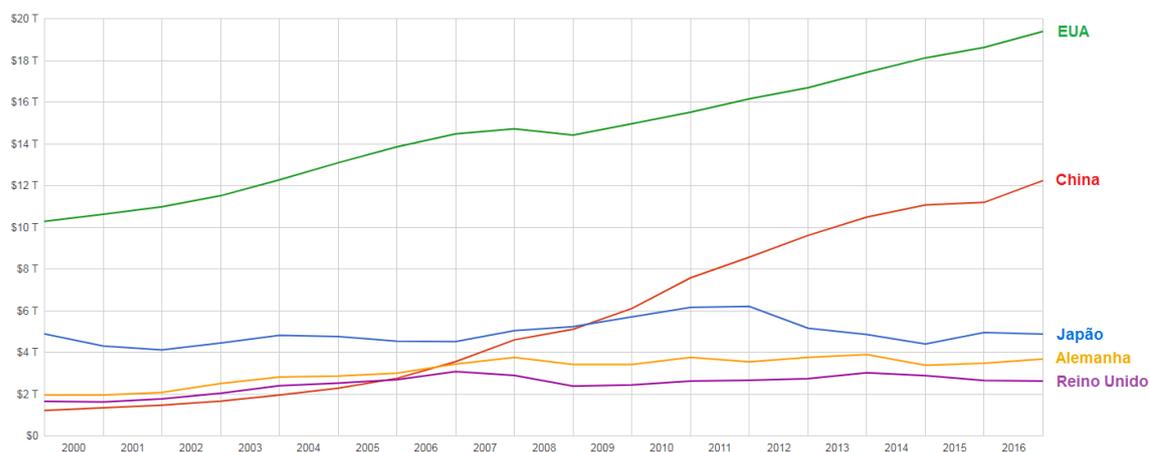
Para analisar o projeto de elevar a posição do RMB dentro do sistema monetário, é necessário primeiro explicitar de onde ele parte e sob qual contexto acontece. Para isso, são utilizadas as métricas apresentadas anteriormente para medir a participação de uma moeda no ambiente internacional e os determinantes provenientes de sua economia doméstica que

influenciam em seu papel global. Também é útil comparar esses dados com outras moedas e países – principalmente, o dólar e a economia norte-americana – para ilustrar a posição relativa da China e de sua moeda.

A condição mais básica para uma moeda internacional é o tamanho econômico do emissor dessa moeda. É indiscutível que a China tem um peso muito grande na economia global. Utilizando o PIB anual medido em dólares correntes, o país é a segunda maior economia nacional do mundo, tendo ultrapassado na última década o Japão, mas ainda sendo pouco mais da metade do PIB norte-americano (THE WORLD BANK, 2017a).

O crescimento, ao longo de mais de trinta anos desde o início das reformas, foi vigoroso, o que confere ainda mais confiança aos investidores e principalmente bancos centrais estrangeiros. E as projeções apontam, apesar de variar bastante quanto ao período preciso, que a economia chinesa pode ultrapassar a norte-americana em algum momento nas próximas décadas (CHENG; XIAOJING, 2017). Apesar disso, o crescimento do PIB vem diminuindo nos últimos anos, principalmente após o governo anunciar mudanças no modelo de desenvolvimento em 2004, passando a estimular o consumo interno e buscando diminuir as altas taxas de investimento (WOLF, 2009) – ainda que as taxas de crescimento continuem muito acima da média de outras economias emissoras de moedas internacionais.

Figura 4 – Produto interno bruto das maiores economias (US\$ correntes)

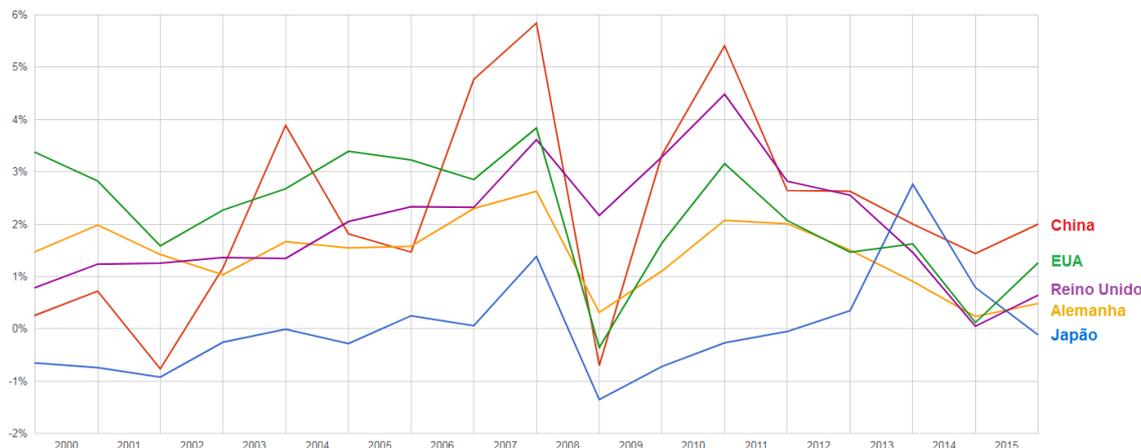


Fonte: The World Bank (2017a).

Outra condição elementar é que a economia doméstica deve ser estável. Além de um crescimento contínuo, a China também tem apresentado uma estabilidade macroeconômica significativa. Em especial, a moeda não tem apresentado muita volatilidade de curto prazo nas últimas décadas, nem interna nem externa. A média das taxas de inflação anual dos últimos quinze anos manteve-se próxima daquela dos países emissores de moedas centrais, ainda que

com maior amplitude (THE WORLD BANK, 2017b). Do mesmo modo, a taxa de câmbio frente ao dólar tem apresentado uma trajetória estável de longo prazo, com tendência a apreciação. Não houve crises de natureza cambial nem grandes movimentos de curto prazo desde a unificação das taxas de câmbio em 1994 (CHINA, 2008).

Figura 5 – Inflação média anual das maiores economias (preços ao consumidor)

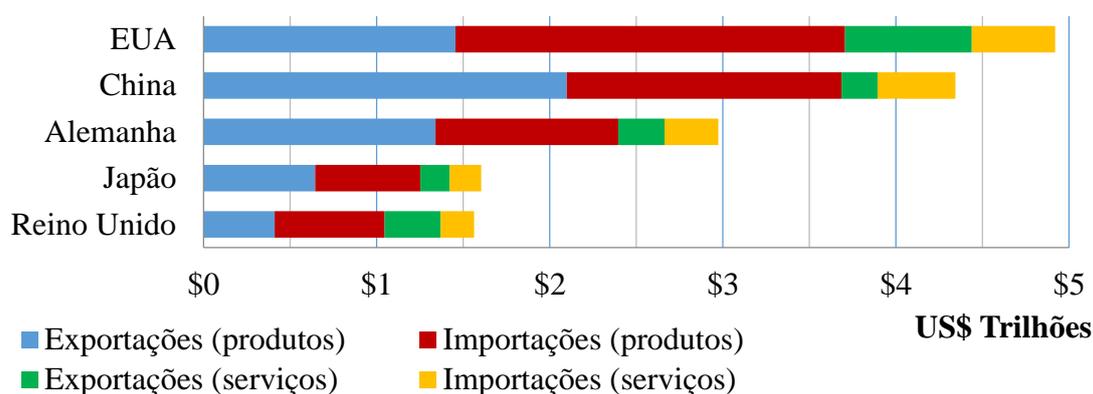


Fonte: The World Bank (2017b).

Com relação à integração nos fluxos mundiais, é ponto pacífico que o país exerce um grande papel. Possui a segunda maior corrente de comércio (soma do valor das exportações e importações), logo atrás dos EUA. Apresenta praticamente o mesmo valor que este último no comércio de mercadorias, sendo o maior exportador mundial (WORLD TRADE ORGANIZATION, 2016). Construindo um indicador análogo, Conti, Prates e Plihon (2013) encontram uma corrente financeira dos países somando o módulo das transações registradas na conta capital²⁴. Utilizando dados de 2010, os autores elencam a China como a quinta maior corrente financeira nacional (sexta ao contabilizar-se o bloco do euro). Atualizando os dados para 2016, esse país subiu uma posição, ocupando a quarta colocação (novamente uma abaixo contando o bloco do euro). Entretanto, o valor é quase igual ao registrado pelo Japão, com alta probabilidade de ultrapassá-lo num futuro próximo – ainda que seja metade da corrente financeira norte-americana (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2017a).

²⁴ “Calculada como a soma dos módulos da entrada e saída de capitais pela conta financeira (composta por: investimento direto estrangeiro; investimento de portfólio; outros investimentos; derivativos)” (Conti; Prates; Plihon, 2013, p. 61, tabela 14, observação 2).

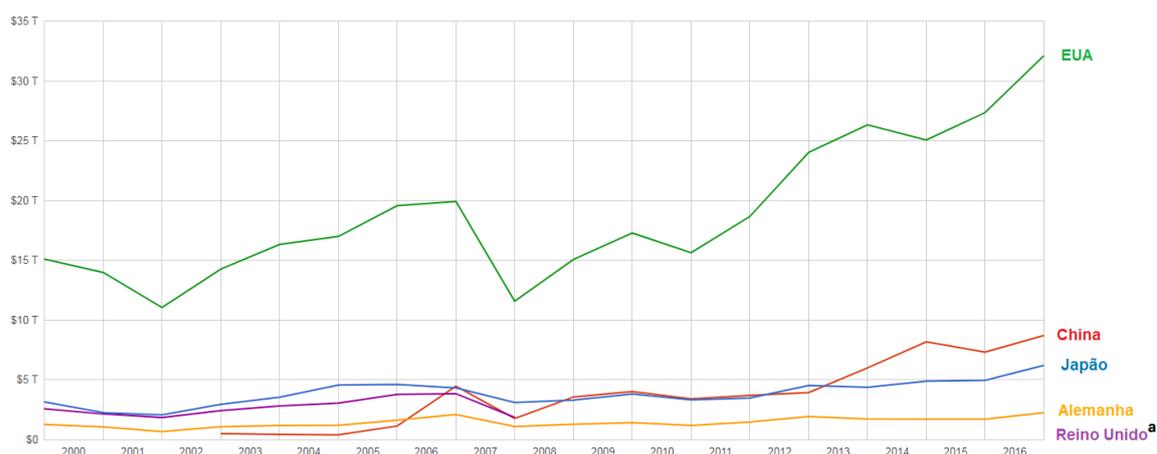
Figura 6 – Valor do comércio internacional das maiores economias em 2016



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em World Trade Organization (2016).

Uma quarta condição para uma moeda internacional é contar com mercados financeiros desenvolvidos em que ela possa operar. Segundo dados de 2016, a China já é o segundo maior mercado financeiro do mundo, medido pela capitalização das empresas listadas nas bolsas de valores. Esse valor, apesar de expressivo, representa apenas um terço do mercado de capitais norte-americano. Medindo a profundidade dessa capitalização como porcentagem do PIB, o país encontra-se em terceiro lugar entre os principais mercados, registrando praticamente o mesmo valor que a zona do euro, atrás de Japão e EUA – novamente, cerca de metade do valor desse último (THE WORLD BANK, 2017c; 2017d).

Figura 7 – Capitalização das empresas listadas em bolsas de valores (US\$)



^a Dados disponíveis até 2008.

Fonte: The World Bank (2017d).

É importante frisar, no entanto, que a capitalização das empresas listadas em bolsa pode não ser uma boa métrica no caso chinês. A subscrição de capital é restringida pelas autoridades, geralmente reservada a empresas estatais. A compra e venda também é restrita, ainda que a participação venha sendo ampliada nos últimos anos. Mesmo que apresente um

valor alto, pouca dessa capitalização está disponível para ser transacionada em mercados globais e prestar-se a uma maior internacionalização do RMB. De todo modo, a maior parte dos ativos financeiros do mercado doméstico chinês está no setor bancário. Talvez uma medida mais importante, que capte o desenvolvimento financeiro chinês, seja o tamanho do mercado de emissão de títulos de dívida, que costumam atrair mais atenção de investidores internacionais. Somando o setor público e privado, o mercado de títulos na China apresenta volume menor do que o japonês e da zona do euro, e é consideravelmente menor que o americano (PRASAD, 2014, p. 243).

Passando para os determinantes políticos, também é patente que a China tem tido cada vez mais destaque e assertividade no plano internacional, especialmente em seu entorno estratégico, nas regiões do Leste e Sudeste Asiático. O poder geopolítico de um país não é algo que possa ser diretamente mensurado por indicadores, mas parece consensual que a China ocupa posição importante na hierarquia mundial. Podem-se apresentar algumas informações para justificar o ponto.

O país mantém lugar de destaque em diversos organismos internacionais, sendo membro permanente do Conselho de Segurança da ONU, com poder de veto. Nos últimos anos, vem criando uma institucionalidade própria, dentro das regras e regimes internacionais estabelecidos, mas ao largo dos organismos já existentes. O maior exemplo é o *Asian Infrastructure Investment Bank*, que tem provido crédito para projetos de infraestrutura e socorro financeiro a países asiáticos, papel que historicamente era desempenhado pelo Banco Mundial e pelo FMI.

Uma das iniciativas de maior destaque internacional na atualidade é a reconstrução da antiga rota da seda (oficialmente “*One Belt, One Road Initiative*”), que pretende ligar a China à Europa e outros espaços da Ásia, com investimentos maciços, bancados na maior parte por instituições chinesas, em infraestrutura de transportes, energia, segurança, etc.. Em relação ao poder material de coerção, a China pode ser apontada, junto com a Rússia, como a segunda potência militar do mundo – ainda que, ambas, consideravelmente atrás do poderio norte-americano (GLOBAL FIRE POWER, 2017). Portanto, parece seguro concluir que o RMB conta com uma base geopolítica poderosa para postular uma maior presença internacional.

Por fim, um último determinante é o voluntarismo do Estado emissor em relação ao papel sistêmico de sua moeda. No caso chinês, parece claro existir um projeto explícito para fomentar o uso internacional do RMB. Desde o início dos anos 2000, a China vem tomando ações que validam essa interpretação: foram celebrados acordos internacionais e realizadas

políticas para ampliar a conversibilidade de sua moeda (CHIN; WANG, 2010). Dentre as primeiras ações, pode ser citado o programa anunciado em 2002 que permite a investidores estrangeiros selecionados adquirirem títulos no mercado de capitais doméstico (CINTRA; MARTINS, 2013). No ano seguinte, foram lançadas as bases para a criação de um mercado financeiro *offshore*, com a permissão a residentes de Hong Kong para comprar e reter RMB, dentro de certos limites (MCCAULEY, 2011).

Essas ações inaugurais, entretanto, tiveram impacto limitado no uso internacional do RMB. O projeto concebido para elevar o status internacional do RMB não havia se traduzido em ações concretas para tanto. A crise de 2008 reforçou a percepção chinesa de que era necessário estimular a internacionalização de sua moeda. A partir de então, verificam-se movimentos de maior vulto para realizar esse objetivo. O grande exemplar dessa nova série de medidas é o programa que permite a denominação e liquidação de todo o comércio exterior chinês em moeda nacional, lançado em 2009 (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012). O mercado financeiro *offshore*, principalmente Hong Kong, também passa a ser mais estimulado, e lentamente integrado ao segmento doméstico (MCCAULEY, 2011). A vontade política para transformar o RMB em uma moeda internacional de maior envergadura parece estar presente, ao menos desde a crise de 2008.

Assim, a moeda chinesa reúne condições teóricas suficientes para desempenhar algum papel relevante no sistema monetário internacional. Entretanto, o uso internacional do *renminbi* é muito restrito – isso foi uma das motivações de se idealizar um projeto voltado exatamente para aumentar esse uso. As autoridades em Pequim entendem que o a posição internacional do RMB não condiz com suas possibilidades nem com o papel que a China representa. Levando em conta apenas indicadores quantitativos, diretamente mensuráveis, sua participação poderia ser cerca de 10% de todas as transações internacionais (YIPING; DAILI; GANG, 2014, p. 16). Mas a participação efetiva do RMB fica bem abaixo disso. No segundo semestre de 2015, no auge de sua internacionalização e antes de uma queda acentuada em sua participação global, essa moeda respondia por menos de 3% dos pagamentos internacionais em todos os setores (ALBANESE, 2015).

A princípio, então, a China parece estar bem colocada para promover sua moeda a níveis superiores na hierarquia monetária. O RMB apresenta os determinantes necessários para ser uma moeda internacional conversível, ou prestes a tornar-se uma. Em especial, o governo chinês tem demonstrado, nos últimos anos, vontade de realizar esse objetivo, principalmente após a crise financeira de 2008. No entanto, os dados empíricos não

corroboram tais expectativas. Avaliada nas diversas funções, a utilização internacional da moeda chinesa é apenas pontual. Permanece muito distante do alcance global e papel central que a moeda e o sistema financeiro norte-americano representam. Na verdade, permanece mesmo aquém das moedas de segunda importância, embora tenha igualado a participação destas em certas funções.

Reside aí um aparente paradoxo. O *renminbi* (e seu Estado emissor) parece apresentar condições empíricas para ser uma moeda largamente utilizada, contudo as métricas quantitativas apontam que ele não é uma moeda muito usada no cenário internacional, mesmo havendo um projeto de internacionalizar o RMB há mais de uma década. Como apontado anteriormente, a simples extrapolação desses determinantes não é suficiente para se entender a realidade do sistema monetário internacional. Ao invés de uma análise mecânica, busca-se aqui realizar uma interpretação mais aprofundada do caso específico chinês.

4.4 Modelo de crescimento, repressão financeira e controles de capital

Se as autoridades chinesas pretendem que sua moeda venha a disputar a posição dominante do dólar no sistema monetário internacional, então a avaliação do projeto, até aqui, é negativa. Em mais de uma década, o RMB não chegou próximo da centralidade apresentada pela moeda norte-americana. Entretanto, se o processo não tem a finalidade explícita de desbancar o dólar, como é a hipótese deste trabalho, então a apreciação da estratégia e dos resultados obtidos até aqui tem nuances mais complexas.

O caminho da internacionalização do RMB pode ser explicado pela peculiaridade da arquitetura do sistema financeiro chinês, sua relação com o modelo de crescimento do país, e a relação e inserção da China nos mercados mundiais. O padrão de desenvolvimento executado desde o final dos anos 1980 inclui forte controle das variáveis macroeconômicas por parte do Estado (MEDEIROS, 2008). Além disso, deve contar com a maior autonomia possível da política monetária, creditícia e cambial em relação aos desdobramentos internacionais. Para tanto, uma condição fundamental foi a manutenção de sua moeda circulando majoritariamente em âmbito doméstico (CINTRA; MARTINS, 2013), operada através de controles na conta capital, restrições à conversibilidade da moeda, e de uma taxa de câmbio manejada, com a flutuação contra o dólar controlado estritamente pelo governo.

Assim, a maior utilização do *renminbi* em âmbito internacional apresenta uma relação complexa, por vezes até contraditória, com o modelo de crescimento do país. Este foi executado sob uma estrutura de baixo desenvolvimento do sistema financeiro doméstico e

controles sobre as transações na conta capital. Entretanto, a internacionalização da moeda nacional requer uma expansão do setor financeiro e maior abertura a estrangeiros, assim como maior conversibilidade da conta capital. A dimensão exata necessária é discutível²⁵, e depende em grande medida do objetivo almejado, mas parece seguro afirmar que algum aprofundamento nesses dois quesitos é indispensável para uma ampliação do papel do RMB.

Essa aparente hesitação em promover reformas que fomentem o uso internacional de sua moeda não é sem motivo. Ao longo de mais de trinta anos, tal modelo macroeconômico obteve resultados positivos para o desenvolvimento econômico do país e melhora de indicadores sociais (NAUGHTON, 2007; NOGUEIRA, 2011). O imperativo de crescimento e estabilidade baliza muitas das ações dos governantes, e não é facilmente substituído ou descartado dentro do ambiente político chinês.

A sustentação desse regime econômico requer, em larga medida, que os recursos financeiros domésticos estejam disponíveis, em moeda local e em condições favoráveis, para atender aos objetivos de direcionamento de crédito do Estado. Na China, isso foi realizado basicamente através de três mecanismos: taxas de juros controladas, repressão financeira e controle sobre os fluxos de capitais (MCCAULEY, 2011).

As taxas de juros comerciais, operadas pelos bancos, foram mantidas persistentemente baixas, tanto na remuneração sobre os depósitos quanto de empréstimos produtivos realizados (CINTRA; PINTO, 2013; NAUGHTON, 2007), e sua formação independente do mercado internacional. Para isso, o sistema bancário permanece fortemente regulado pelo Estado, contando inclusive com participação direta através dos bancos públicos, e com pouca atuação estrangeira, dada as fortes regulações no setor (PRASAD, 2014).

Além disso, o Estado chinês criou um ambiente de repressão financeira interna (BURLAMAQUI, 2015; HE, 2015), desencorajando o desenvolvimento de outras instituições e instrumentos para além dos bancos. Busca-se desse modo concentrar os recursos no segmento bancário, garantindo que a poupança das famílias se transforme em depósitos e seja transferida para o governo e as empresas estatais. Assim como nesse último setor, o governo também participa direta e ativamente no mercado de capitais. O mercado privado de títulos e ações permanece pouco diversificado, restrito a investidores selecionados, que são regulados firmemente pelas autoridades em sua participação e exposição (ALLEN et al., 2012; CINTRA; MARTINS, 2013).

²⁵ Este é, junto com a sequência de reformas, um dos pontos de maior divergência na literatura especializada. Para algumas opiniões acerca do tema, conferir Cohen (2012); Eichengreen, Kawai (2014); He (2015); Yiping, Daili, Gang (2014); Cheng, Xiaoming (2017); McCauley (2011); Prasad (2016); Vallée (2012); Yongding, (2014).

Por fim, um extenso regime de controles de capitais permite que o setor financeiro doméstico permaneça basicamente isolado do restante do mercado internacional, facilitando o controle desses mecanismos por parte do governo. É certo que existem ligações entre o sistema financeiro global e o mercado continental chinês, mas essas se dão por canais muito específicos e estreitos, supervisionados de perto pelo Estado.

Assim, as autoridades econômicas em Pequim têm influência direta sobre a quantidade e a alocação dos recursos financeiros disponíveis, podendo direcioná-los com maior discricionariedade que em outros países. A experiência chinesa é distinta do que ocorreu em boa parte do sistema internacional no mesmo período, visto que a conformação do padrão dólar-flexível impeliu a desregulamentação e abertura dos setores financeiros nacionais. Porém, a execução de tais políticas na China implica em uma coordenação bem executada das variáveis macroeconômicas, além de um mecanismo forte e atuante de controle das movimentações financeiras internacionais (CINTRA; PINTO, 2013).

O sistema financeiro chinês permanece, dessa maneira, fortemente controlado pelo Estado, e segmentado do restante do sistema por um regime de controles de capitais. Mantêm-se o comando governamental sobre o sistema nacional, direcionando-o a uma atuação predominantemente doméstica, e impedindo em grande parte a entrada de estrangeiros (CINTRA; MARTINS, 2013, p. 213). De modo geral, investidores internacionais não podem transacionar com ações de tipo “A”, a não ser através de programas específicos, com participação estritamente controlada. Não podem abrir contas de depósitos nem realizar outros tipos de operações bancárias básicas junto aos bancos continentais, salvo algumas exceções sujeitas a pesadas regulações. Os agentes domésticos também não podem efetuar operações no exterior livremente: os investimentos produtivos são mais abertos, mas transações acionárias e em portfólio devem passar por canais específicos, controlados pelo governo. Mesmo operações financeiras puramente domésticas são fortemente regulamentadas, com as taxas de juros do sistema sujeitas a um teto e um piso determinados (YONGDING, 2014). Segundo os critérios do FMI, praticamente nenhum item na conta capital chinesa é inteiramente conversível. De 15 categorias de fluxos de entrada e 16 de fluxos de saída, apenas créditos comerciais de entrada e saída não apresentam alguma restrição. Em contrapartida, a maior parte das economias avançadas possuem contas de capital inteiramente abertas (PRASAD, 2016, p. 10).

Esse modelo de desenvolvimento não foi uniforme durante todo o período transcorrido desde o início do processo de reformas econômicas. Como já se apresentou, uma mudança na

trajetória financeira ocorreu na virada do século, experimentando-se uma maior abertura do mercado doméstico ao mesmo tempo em que se observava uma extroversão do capital chinês pelo mundo. Entretanto, as mudanças graduais não alteraram de modo impactante o padrão de crescimento do país.

Uma mudança de maior vulto começou a se desenhar em meados da primeira década dos anos 2000. Os líderes chineses passam, a partir daí, a buscar um “rebalanceamento” da economia nacional, diminuindo o peso do investimento e aumentando o do consumo doméstico na formação do PIB, além de maior equilíbrio na balança comercial, freando o ritmo da acumulação de reservas (WOLF, 2009, p. 168). O país passaria a um período de “novo normal”, onde as taxas de crescimento e o crescimento potencial diminuiriam, mas seriam mais sustentáveis no longo prazo. Dentro desse novo quadro macroeconômico, uma moeda com maior atuação global seria menos incongruente (CHENG; XIAOJING, 2017).

Entretanto, a grande crise financeira de 2008 provocou uma reavaliação dos objetivos e do caminho das reformas econômicas na China. Por um lado, a transformação do modelo de crescimento é temporariamente suspensa, com o governo central emitindo estímulos fiscais, aumentando o crédito disponível e injetando liquidez na economia. Com isso, buscava-se manter o ritmo de crescimento, utilizando os mesmos mecanismos que haviam propiciado o desenvolvimento chinês das últimas décadas. Por outro lado, a internacionalização do RMB recebe renovado estímulo, como modo de proteger-se das instabilidades do sistema, e de certo modo compensar a estagnação das reformas em outras áreas (HE, 2015).

Desse modo, o ímpeto para tornar o *renminbi* uma moeda global deve obedecer a uma estratégia calcada nesses precedentes. Os controles de capital permitem às autoridades chinesas manterem o comando sobre variáveis-chave na economia. Diminuir esses controles pode ser arriscado para o sistema financeiro doméstico: com as taxas de juros ainda controladas, a possibilidade de que os depositantes retirem seu dinheiro do sistema financeiro chinês para aplicações mais rentáveis pode desestabilizar o padrão de desenvolvimento adotado (PRASAD, 2014). Além do mais, exporia a economia chinesa a maiores riscos advindos das turbulências externas, especialmente o pouco desenvolvido setor financeiro. Por fim, uma maior demanda pelo RMB também pode afetar a autonomia da política monetária, embaraçando os mecanismos de alocação de crédito e as metas de crescimento adotadas.

No entanto, as autoridades chinesas entendem a internacionalização de sua moeda como necessária para diminuir sua dependência do dólar e assim aumentar o raio de ação para confrontar a instabilidade do sistema financeiro globalizado. O projeto de internacionalização,

assim, requer que a China encontre um equilíbrio entre preocupações de curto prazo sobre estabilidade financeira e efetividade da política monetária, e os objetivos de longo prazo de reforçar o status do país no sistema econômico global (CHENG; XIAOJING, 2017).

No entanto, é patente que o governo mantém amplo controle sobre seu sistema financeiro e tem recursos suficientes, tanto econômicos quanto políticos, para bancar um projeto de internacionalização de sua moeda. Algum relaxamento já vem sendo feito nessa estrutura de controles de capitais, por meio de pequenos “furos” administrados pelo Estado, mas que podem ser abertos, aumentados, diminuídos ou fechados discricionariamente pelo governo. Estes permitem que estrangeiros tenham acesso ao mercado financeiro doméstico, assim como o escoamento de parte do capital nacional. A internacionalização tem sido executada sob a percepção de que a China não precisa liberalizar completamente sua conta capital nem desenvolver plenamente seus mercados financeiros para alcançar um patamar superior para sua moeda. Se o projeto tem caráter defensivo, não buscando desbancar o dólar mas sim fomentar um mecanismo que possa sustentar a posição da China no cenário internacional, então esse entendimento pode ser traduzido em uma internacionalização parcial ou controlada. Tal estratégia seria compatível com a transformação gradual do modelo de crescimento, mas preservando, ao menos por ora, seus principais mecanismos (HE, 2015).

4.5 A estratégia de internacionalização

Desse modo, já existia um projeto de internacionalização monetária no início dos anos 2000, visando aos objetivos expostos. Concomitante, uma estratégia condizente foi elaborada. Entretanto, ele teve pouco impacto nos anos iniciais. O grande catalizador da internacionalização do *renminbi* foi a crise financeira de 2008, e o evento também marcou certa mudança na estratégia empregada.

De início, o choque da crise sobre o comércio chinês foi especialmente relevante. A paralisação dos mercados internacionais de crédito afetou diretamente as exportações do país, variável muito importante para a continuidade de seu crescimento. Num segundo momento, as políticas do FED e do Tesouro norte-americano para sustentar os mercados financeiros e garantir liquidez no sistema tiveram como resultado colateral uma expectativa de desvalorização do dólar. Isso reduziria o valor das reservas mantidas pelos bancos centrais nessa moeda, tendo impacto profundo sobre a China, maior detentora desses ativos (CAMPANELLA, 2014; HE, 2015; KROEBER, 2011). Assim, a crise financeira, que teve início no mercado imobiliário norte-americano, acabou afetando direta e indiretamente

(através das medidas para contê-la) a estabilidade e o crescimento chinês. Mesmo que o valor da moeda americana tenha em realidade se fortalecido no imediato pós-crise, a possibilidade de oscilação pronunciada sobre variáveis macroeconômicas acendeu um sinal de alerta.

Aventa-se então que, ao menos por ora, o objetivo chinês com a internacionalização do RMB não constitui um movimento agressivo, mas sim um instrumento de estabilização e sustentação de sua posição na economia global. Busca diminuir a dependência do país em relação ao dólar e proteger a China das turbulências do sistema financeiro e monetário internacional, mas não competir ou substituir a moeda ou o sistema financeiro norte-americano (CAMPANELLA, 2014; CINTRA; PINTO, 2013). Na verdade, a China mantém, paradoxalmente, um profundo interesse na estabilidade do atual sistema. O país encontra-se atrelado ao padrão dólar-flexível, por conta de seu comércio internacional, que é operado basicamente nessa moeda, e da quantidade massiva de reservas internacionais detidas na forma de ativos denominados em dólar. Além do mais, os déficits americanos em conta corrente, possibilitados pela centralidade de sua moeda no sistema, têm como contrapartida, em grande medida, exportações chinesas. Assim, a estratégia de internacionalização do RMB não busca desestabilizar ou romper com o padrão dólar flexível, mas sim realizar uma mudança gradual que abra espaço também para utilização internacional daquela moeda (CHIN; WANG, 2010; KROEBER, 2011).

Um grande problema enfrentado para alcançar esse objetivo é que, devido aos controles sobre a conta capital e superávit comercial, a China não consegue prover liquidez internacional em RMB sem aumentar seus passivos em dólar (CHOVANEK, 2015; HE, 2015). Para que sua moeda seja utilizada internacionalmente, o país deve suprir o resto do mundo com ela, através de déficits em transações correntes ou investimentos externos. Até aqui, o modelo de crescimento chinês tem alcançado exatamente o contrário: superávit comercial e atração de investimento externo – apesar de ter começado um movimento de exportação de capital nos últimos anos, o estoque ainda é baixo se comparado ao montante de inversões estrangeiras no próprio país. Com isso, a China “importou” saldos financeiros de outros países, em grande parte mantidos em reservas cambiais (chegando a quase US\$ 4 trilhões em 2014), o que reverte os fluxos de capital em direção aos países de moeda forte. O dólar, é claro, é o grande porto seguro dos capitais internacionais (CHOVANEK, 2015).

Assim, a estratégia de internacionalização do RMB deve se subordinar aos objetivos propostos, assim como ser condizente com a posição geopolítica e econômica da China no sistema internacional. Tal estratégia pode, então, ser dividida basicamente em dois caminhos:

fomentar o uso da moeda chinesa no comércio internacional, e criar um mercado financeiro privado para o RMB, principalmente através de uma praça *offshore* em Hong Kong, mas também realizando a abertura parcial de sua conta capital (COHEN, 2012). Na primeira fase do projeto, antes da crise de 2008, o caminho financeiro recebeu mais atenção. Já num primeiro momento após a crise, o foco recaiu sobre o uso comercial, através da realização de acordos de *swaps* cambiais com outros bancos centrais e de medidas que permitem a denominação e liquidação do comércio externo chinês em RMB. Após esses movimentos iniciais, foram feitas disposições para que os bancos e empresas que adquiriram esses fundos possam usá-los para operar com um número cada vez maior de títulos e ativos em moeda chinesa (CAMPANELLA, 2014; EICHENGREEN; KAWAI, 2014).

Como a China possui a maior corrente comercial do mundo, parece claro que o caminho de internacionalização de sua moeda comece por incentivar o uso nessa função. Este é também o curso de menor resistência. Tanto a inserção global da China, até o início do século XXI, deu-se principalmente através da via comercial, quanto seu modelo de crescimento comporta mais facilmente uma ampliação do papel RMB nessa função. A maior parte dos controles de capitais existentes estão sobre a conta financeira, com a balança de transações correntes sendo bem mais conversível (VALLÉE, 2012). Assim, o país tem tomado medidas para estimular o uso, no nível microeconômico, de sua moeda no comércio mundial, tanto por empresas nacionais quanto estrangeiras. Além do mais, tem realizado acordos internacionais para denominar e liquidar os intercâmbios em RMB, fazendo com que as autoridades monetárias de outros países aceitem, e também incentivem os agentes privados de seus países a aceitar, a utilização da moeda chinesa (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012). A extensa rede de acordos de *swaps* cambiais no imediato pós-crise, e o programa de denominação do comércio chinês em RMB, são os grandes exemplos, até aqui, de políticas para ampliar o uso dessa moeda no campo comercial.

O segundo caminho é mais complexo. Como ilustrado, a China tem um setor financeiro pouco desenvolvido e diversificado, se comparado com os países centrais, ainda que o mercado chinês conte com um volume muito grande de transações. Esses mercados são firmemente controlados e regulados pelo Estado, e largamente indisponíveis para estrangeiros. Entende-se que uma abertura externa pode levar a instabilidades nesse segmento ainda imaturo, e desestruturar o comando que o Estado mantém sobre o direcionamento dos fundos existentes. Porém, um maior destaque para o RMB no cenário internacional exigiria alguma reforma nos mercados financeiros. Essas têm sido buscadas por, grosso modo, duas

maneiras: a abertura controlada da conta capital e a criação de mercados financeiros *offshore* (CINTRA; MARTINS, 2013; MCCAULEY, 2011).

Em primeiro lugar, o governo chinês tem executado políticas de abertura seletiva de sua conta capital, reduzindo ou afrouxando os controles existentes sobre os fluxos internacionais. Tais ações têm se dado tanto sobre as saídas quanto sobre as entradas de capital. No entanto, ao invés de serem aplicadas em espectro amplo, as medidas individuais têm sido adotadas em setores pontuais, ainda que, em conjunto, compreendam grande parte do setor financeiro da China. Assim, os fluxos internacionais correm por canais específicos designados para tanto. Esses canais tem se ampliado com o tempo, tanto em número quanto no volume e diversidade do capital que passa por eles, mas ainda assim são monitorados de perto pelas autoridades financeiras. Quando requerido pelo governo, essas aberturas podem ser revertidas ou suspensas, como ocorreu no primeiro semestre de 2017 (HORNBY, 2017).

Em segundo lugar, um dos mecanismos mais importantes para a internacionalização do RMB é a criação de um mercado *offshore*. O governo chinês tem promovido a formação e o desenvolvimento de um setor financeiro fora de suas fronteiras, mas que ainda assim opere basicamente em RMB, e que possa ser controlado pela autoridades (especialmente o BPC), mesmo que de modo indireto. Isso permite o acesso de estrangeiros a ativos denominados nessa moeda, assim como a constituição de um segmento mais líquido e diversificado, sem que haja uma descaracterização da estrutura financeira na China continental. Ao mesmo tempo, também serve como mais um canal de saída do capital doméstico, sem que se necessite realizar uma liberalização profunda do setor nacional. Assim, esse expediente:

“permite a manutenção de um grande grau de controle sobre transações financeiras e insula, ao menos parcialmente, o sistema financeiro doméstico, mais frágil. Mas também é uma estratégia defensiva, uma primeira linha de defesa para proteger a China continental contra a instabilidade financeira que poderia emergir na interseção de uma conta financeira mais porosa com tais frágeis instituições financeiras domésticas” (VALLÉE, 2012, p. 26, tradução própria²⁶).

O mercado *offshore* por excelência utilizado para incentivar o uso global do RMB é Hong Kong. O território tem uma história peculiar, e ocupa posição especial dentro do

²⁶ No original: “allows the maintaining of a large degree of control over financial transactions and insulates, at least partially, the weaker domestic financial system. But it is also a defensive strategy, a first line of defence to guard mainland China against the financial instability that could erupt at the intersection of a more porous financial account with such frail domestic financial institutions”.

ordenamento jurídico e administrativo da China²⁷. A cidade é, desde o século XIX, uma praça financeira importante na região asiática. Portanto, seu status como mercado de renome é utilizado para catapultar a posição do RMB. As autoridades em Pequim usam o território como um entreposto avançado, onde as transações financeiras estão menos sujeitas aos controles governamentais, e estrangeiros tem maior acesso à moeda chinesa. Experimentações com novas formas de regulações e abertura muitas vezes são feitas em Hong Kong, para depois de avaliadas, serem transplantadas ao mercado continental. Além do mais, as ligações entre o segmento *offshore* e o puramente doméstico são administradas pelo governo central em Pequim, podendo, assim como os demais controles de capital, serem restringidas ou mesmo suspensas, de acordo com a orientação estratégica. O esquema, em suma, “permite ao governo chinês promover experimentalmente o uso internacional do renminbi sem perder o controle”²⁸ (PRASAD, 2014, p. 237-238).

Apesar da preeminência de Hong Kong, outras praças financeiras também têm sido elevadas, nos últimos anos, como centros focais para transações *offshore* em RMB. Dentre essas, Londres tem se destacado como o polo ocidental das operações em moeda chinesa. A capital inglesa é um dos mercados financeiros com maior volume de operações do sistema financeiro globalizado, e é um importante passo para que o *renminbi* tenha uma atuação mais global, e não apenas regional. Além dessa cidade, outras também têm surgido como centros de operações em RMB, com variados graus de ligação com o mercado da China continental.

De qualquer modo, essa estratégia de internacionalização monetária, como um todo, não possui precedentes históricos. A China carece de um mercado financeiro bem desenvolvido, líquido e diversificado, assim como mantém a conta capital estritamente controlada. Nas experiências anteriores de internacionalização sob o padrão dólar-flexível, ao menos o mercado financeiro doméstico era moderadamente profundo e diversificado, mesmo que ficasse aquém do nível de desenvolvimento americano. Assim, a literatura geralmente aponta que isso seria um pré-requisito para uma moeda atingir posição mais destacada, ainda

²⁷ Hong Kong foi ocupada pela Inglaterra, e efetivamente cedida através de um “tratado desigual”, ainda no século XIX. Portanto, quando do fechamento dos mercados de capitais e nacionalização dos bancos na China, o território era, em realidade, colônia britânica. Assim, permaneceu como importante centro financeiro durante o século XX. Em 1997, a cidade foi devolvida à soberania da China. É designada oficialmente como uma região administrativa especial, junto com Macau, em nível hierárquico semelhante a províncias, regiões autônomas e municipalidades. Em teoria, apresenta maior liberdade política, administrativa e jurídica que essas, contando com autoridade monetária e moeda própria, por exemplo. Na prática, o governo central em Pequim mantém uma supervisão firme sobre a região – especialmente em matéria econômica.

²⁸ No original: “It allows the Chinese government to experimentally promote the renminbi’s international use without losing control”.

que tal conclusão não seja de modo algum consensual (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN; KAWAI, 2014).

Em realidade, o projeto de internacionalização parece fomentado sob a percepção de que a China não precisa liberalizar completamente sua conta de capital nem desenvolver plenamente seus mercados financeiros para que o RMB atinja um patamar superior na hierarquia monetária internacional (HE, 2015). Essa pode ser inclusive uma definição consciente das autoridades chinesas: fazer o mínimo de concessões possíveis na esfera financeira, esperando que o tamanho da economia e seu peso comercial no mundo atraiam uma maior utilização de sua moeda (COHEN, 2012). O país estaria buscando, então, realizar uma internacionalização com “convertibilidade controlada” de sua moeda (CINTRA; MARTINS, 2013, p. 266).

A literatura dedicada ao tema tem colocado, em geral, que o RMB tem poucas chances de sucesso em seu projeto de maior atuação global, até que a China execute reformas mais profundas, como a abertura completa da conta capital, a flexibilização total da taxa de câmbio e uma liberalização maior do setor financeiro. Tais obstáculos são certamente verdadeiros, mas parecem ser elencados com a conclusão de que o país busca fazer sua moeda rivalizar com o dólar. Se o objetivo chinês é menos agressivo, buscando na verdade instituir um mecanismo de proteção frente ao sistema, esses entraves parecem contornáveis, ainda que devam ser enfrentados. Reformas substanciais ainda são necessárias para alçar o RMB a um novo patamar na hierarquia monetária, como fica claro tendo em vista sua baixa utilização. Entretanto, entende-se que a estratégia proposta, especialmente a criação de um mercado *offshore*, possibilita largamente enfrentar essas dificuldades (COHEN, 2012). Esse expediente permite assegurar liquidez em moeda doméstica, mesmo que de forma restrita, contornando as restrições da conta capital, ao mesmo tempo em que mantém o setor financeiro continental protegido. Assim, a China tem estimulado o desenvolvimento financeiro dos mercados *offshore* em RMB, possibilitando a adaptação gradual dos segmentos puramente domésticos, antes de eventualmente proceder a uma maior abertura e exposição desses ao sistema globalizado (VALLÉE, 2012).

O projeto de internacionalização do RMB convive com a preocupação de manter o ritmo de crescimento econômico e a estabilidade interna, não contando com mercados financeiros desenvolvidos e conservando sua conta capital relativamente fechada. Além do mais, parte de um nível de utilização muito baixo da moeda chinesa na esfera internacional (KROEBER, 2011). Como a preocupação com a estabilidade macroeconômica tem

premência, o projeto tem sido extremamente cauteloso e gradual, sujeito a testagens, paralisações e retrocessos (CINTRA; MARTINS, 2013; HE, 2015). Assim, as metas almejadas estão num horizonte mais dilatado de tempo. A maior conversibilidade do RMB, e sua utilização global mais efetiva, ainda podem levar anos ou mesmo décadas; e ainda que as autoridades chinesas assim o desejassem, sua moeda dificilmente poderia ser uma alternativa à moeda americana (HE, 2015; KROEBER, 2011).

O objetivo chinês, assim, não é desbancar o dólar ou tomar o lugar ocupado hoje pelo sistema financeiro norte-americano. O projeto tem mais o intuito de criar barreiras e mecanismos de atuação frente à instabilidade do atual sistema financeiro globalizado, ao mesmo tempo em que apoia a atuação externa do capital nacional. Portanto, a China deseja internacionalizar sua moeda apenas na medida em que isso lhe propicie algum grau de autonomia e influência internacional. Inclusive, tem buscado evitar causar uma insegurança maior no sistema internacional, reafirmando que sua estratégia é calcada em uma “ascensão pacífica” – ao menos no discurso do governo (ZHENG, 2005).

Ademais, as autoridades do país entendem que há riscos envolvidos no processo, alguns deles especialmente sensíveis para o país, como a perda do controle sobre a política de câmbio, juros e alocação de crédito, e a geração de desequilíbrios domésticos por conta das pressões pela valorização da moeda, advindas de um maior papel internacional do RMB. Consideram, por exemplo, que o estouro da bolha especulativa e o baixo crescimento do Japão desde a década de 80 são resultantes de uma abertura prematura da conta capital, do mesmo modo que a crise de 1997 foi desastrosa para os países asiáticos principalmente pela sua participação no circuito financeiro global.

Como a estabilidade e crescimento internos são metas explícitas do governo, não se pretende incorrer na possibilidade de uma crise financeira, nem empreender ações que possam acarretar em perda do comando da economia por parte do Estado. Para o RMB tornar-se uma moeda global, mesmo daqui a algumas décadas, a China deve mudar seu padrão de inserção internacional e desenvolver uma relação diferente com o sistema. As autoridades chinesas, entretanto, não parecem inteiramente dispostas a empreender, ao menos no momento, reformas que possam ser entendidas como abandono ou transformação definitiva do modelo que propiciou o crescimento expressivo das últimas décadas (CHOVANEK, 2015).

4.6 O caminho da internacionalização: as medidas concretas

Com base nessa estratégia, a China passou a tomar ações políticas para alcançar seu objetivo. Tais medidas são a dimensão factual do projeto de internacionalização do RMB, pois traduzem a vontade e o discurso para a realidade. Portanto, devem ser avaliadas para se ter a dimensão real da internacionalização, e confrontadas com o desígnio a que a China se propôs. Como explicitado, em mais de uma década desde o início do projeto, o RMB ainda ocupa espaço discreto no sistema financeiro globalizado. Entretanto, avanços certamente ocorreram, e é patente que uma das características do padrão chinês de reformas é o gradualismo e o longo prazo.

Um ponto importante a ser definido é quando as medidas para concretizar o projeto se iniciaram. A percepção de que a China sofre de uma dependência “excessiva” do dólar, e assim a estratégia para internacionalizar sua própria moeda, data do início do século XXI. Com a concomitante política “*going global*” estimulando a internacionalização das grandes empresas, passa-se a experimentar um volume maior de fluxos financeiros entre o país e o exterior (CINTRA; SILVA FILHO, 2015; MENDONÇA, 2015). Assim, abriu-se uma janela para empreender reformas para que ao menos parte desses fluxos se desse em RMB.

Não há consenso na literatura quanto a uma data precisa para o início da internacionalização do *renminbi*. A primeira ação com o objetivo consciente de aumentar a participação do RMB nas transações internacionais pode ser apontada em 2002, quando o programa de investidores qualificados (*Qualified Foreign Institutional Investor – QFII*) é instituído. Ao mesmo tempo, tomaram-se provisões para iniciar a formação do mercado *offshore* em Hong Kong (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; MCCAULEY, 2011). Pela primeira vez, o BPC autorizou a acumulação de saldos em moeda nacional fora da China continental, e permitiu a participação estrangeira no mercado acionário doméstico.

Assim, as medidas para a internacionalização do RMB precedem a crise de 2008. Entretanto, é necessário observar que as transações internacionais e o mercado financeiro denominado nessa moeda tiveram movimentação muito baixa até então. A grande turbulência que a crise gerou, assim como seu impacto sobre a economia chinesa, precipitou um aprofundamento do projeto, com maior número, e de maior vulto, de reformas sendo tomadas.

Portanto, é possível fazer uma divisão temporal, ainda que superficial, das políticas para a internacionalização do RMB. Até 2008, a estratégia explicitada na seção anterior não estava muito clara, e as medidas tomadas foram muito graduais e sem grande impacto sobre a utilização da moeda chinesa. Após a crise, essas se aceleraram, havendo mais reformas em

curtos períodos de tempo, e os dois caminhos estratégicos perseguidos (comercial e financeiro) tornaram-se mais definidos. As ações são aqui elencadas e analisadas, em ordem cronológica, seguem essa periodização e classificação.

4.6.1 Medidas pré-2008

A primeira política, então, que deu início à internacionalização do RMB foi o estabelecimento de um programa de investimentos externos no mercado doméstico de capitais, denominado QFII. Promulgado em 2002, passando a operar no ano seguinte, ele permite a participação de estrangeiros no segmento de ações tipo “A”, assim como de outros instrumentos financeiros semelhantes, nas duas bolsas de valores nacionais. Pela primeira vez, permitia-se o ingresso de investidores internacionais nesse mercado. Além de prover acesso a ativos denominados em RMB, um dos objetivos declarados do programa é estimular o desenvolvimento do mercado chinês de títulos²⁹ (PRASAD, 2017).

A permissão é concedida através de um sistema de cotas: cada investidor submete-se à avaliação das autoridades para participação. Se for aprovado, ganha uma cota fixa, não transferível, para investir naquele mercado. O processo de avaliação é extremamente rigoroso, e nessa primeira fase do programa, investidores individuais não eram autorizados. Os critérios para aprovação incluem tempo de operação da empresa, valor total dos ativos gerenciados, balanço financeiro positivo nos últimos anos, etc. Além disso, só são elegíveis investidores cujos países tenham assinado acordos de supervisão e regulação financeira com as autoridades chinesas. Assim, essas últimas detêm um controle muito estrito sobre o número e a seleção dos participantes, a exposição individual e agregada permitida, a repatriação dos dividendos, etc. (CINTRA; MARTINS, 2013; PRASAD, 2017; VALLÉE, 2012).

O arranjo geral de cotas para investir nesse mercado persiste até hoje, ainda que tenha sofrido algumas modificações, experimentando um aumento gradual nas concessões oferecidas. Entretanto, a participação de investidores QFII permanece baixa, em relação ao tamanho do mercado de ações tipo “A” transacionáveis – até 2015, representava por volta de 2% da capitalização total. E nenhuma empresa nacional chinesa com ações “A” pode ter mais de 20% de seu capital social detido por investidores estrangeiros, o que impede que eles assumam o controle mas também limita o valor total das cotas QFII disponíveis (PRASAD, 2016, p. 16). Desde o início do processo, o governo em Pequim buscou praticar a abertura

²⁹ Uma lista oficial de regulamentos (não atualizada desde 2012, na sua versão em inglês) pode ser consultada em <http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/OpeningUp/RelatedPolicies/QFII/>.

seletiva de canais para a participação estrangeira no mercado financeiro doméstico, monitorando de perto os “furos” abertos na conta capital.

Quase ao mesmo tempo em que o QFII passou a operar, iniciou-se em Hong Kong a formação do mercado *offshore*. Bancos no território foram autorizados a realizar algumas operações rotineiras em RMB (principalmente abertura de contas de depósito, remessas, transações de câmbio e serviços com cartões de crédito) em 2003. Inicialmente, a permissão era restrita a instituições bancárias com sede na ilha, e apenas podiam usufruir desses serviços pessoas físicas e algumas empresas selecionadas. Assim como no caso do programa doméstico, tais operações eram limitadas a um valor. De qualquer maneira, a falta de outros instrumentos e aplicações financeiras denominadas em RMB, e a impossibilidade de transferência e livre conversão desses fundos em outra moeda, inibiram o desenvolvimento desse setor (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; MCCAULEY, 2011).

Após a abertura para estrangeiros transacionarem com as ações “A”, não residentes na China foram autorizados também a emitir títulos de dívida em RMB no mercado doméstico a partir de 2005. Os chamados títulos “Panda” são listados na bolsa de Xangai, abertos a comercialização para todos aqueles autorizados a operar nela. Inicialmente, esses títulos foram emitidos por instituições multilaterais de desenvolvimento, escolhidas pelo governo. Este tinha, assim, grande influência sobre os emissores, já que a China participava dessas entidades (os primeiros foram o *Asian Development Bank* e um braço financeiro do Banco Mundial). Como é constante nesse tipo de programa, ele foi gradualmente alargado com o passar do tempo, aumentando as permissões para que estrangeiros operassem sob sua guarda. Entretanto, as inúmeras restrições no mercado de capitais chinês não atraíram muitos investidores dispostos a tentar levantar fundos nesse setor, observando-se uma movimentação baixa nos primeiros anos (COHEN, 2012).

No ano de 2006, foi criada a contraparte doméstica do programa de investidores qualificados. O QDII (*Qualified Domestic Institutional Investor*) permite a empresas selecionadas fazerem aplicações em portfólio fora do país. Seguiu-se um sistema de licenciamento parecido com seu congênere para investidores externos. Os participantes estão sujeitos aos mesmos controles aplicados na etapa anterior – seleção dos agentes, volume individual e agregado de investimentos, resultados financeiros positivos, etc. Adicionalmente, os países destinos e instrumentos a que se dirigem essas operações são controlados. Aplicações no setor imobiliário e em metais preciosos são proibidas, e os mercados aprovados são economias avançadas, com setores financeiros bem desenvolvidos (PRASAD, 2017).

O valor das aquisições feitas por empresas nacionais chinesas era, assim, pouco expressivo. Entretanto, a iniciativa visava possibilitar uma maior diversificação na quantidade e tipos de ativos presentes nos balanços de instituições nacionais, sem que se precisasse passar por uma liberalização profunda no setor doméstico. Assim como o QFII, esse programa vem experimentando uma expansão gradual desde seu lançamento (CINTRA; MARTINS, 2013). Até 2015, as cotas aprovadas somaram cerca de US\$ 90 bilhões, distribuídas para 132 empresas – números semelhantes ao do programa QFII. Entretanto, com a tensão financeira que emergiu a partir daquele ano e os esforços das autoridades para diminuir a saída de capital do país, a aprovação de novas cotas ou extensão das existentes foi suspensa, não tendo sido retomada até o momento (PENG; HAN; LIN, 2018).

Bancos e outras instituições financeiras chinesas também foram autorizados a emitir dívida, denominada em sua própria moeda nacional, na bolsa de Hong Kong a partir de 2007 – os chamados títulos “Dim Sum” (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; EICHENGREEN; KAWAI, 2014). Como essa praça financeira é aberta, com poucas restrições, tais títulos estavam disponíveis para agentes estrangeiros. Passava a de fato operar um mercado financeiro *offshore* em RMB. Os fundos bancários em moeda chinesa no território, previamente autorizados a existirem, podiam agora ser aplicados nesses bônus, assim como os resultados das operações em *renminbi* podiam ser depositados em instituições autorizadas. Ainda que, mais uma vez, o programa conviva com várias restrições, passava a existir um mercado financeiro denominado em RMB razoavelmente confiável, líquido e acessível a não residentes na China continental. Anunciava-se também, de forma tímida, o início de uma integração entre o mercado financeiro continental e *offshore*. Nos anos seguintes, a emissão de títulos “Dim Sum” foi autorizada também para empresas estrangeiras, assim como entidades nacionais passaram a poder emitir títulos em outras praças financeiras além de Hong Kong (PRASAD, 2017).

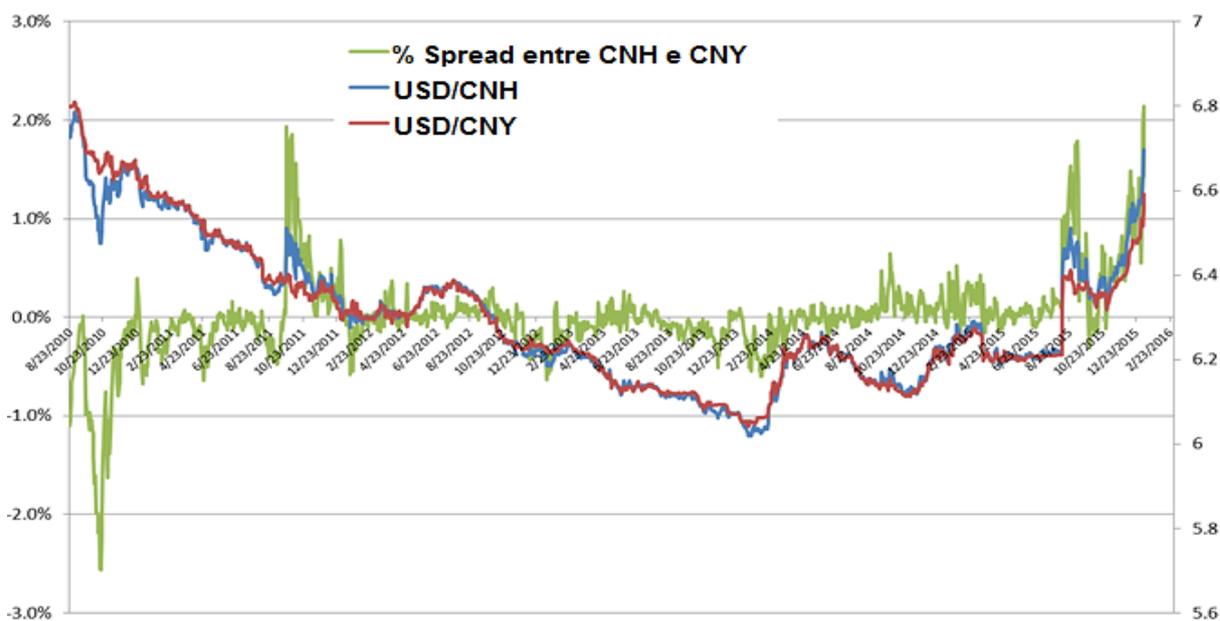
Todavia, os mercados *offshore* e da China continental ainda são deliberadamente segmentados. A estratégia chinesa de internacionalização prevê, exatamente, a criação do mercado *offshore* de modo a insular o setor financeiro doméstico. Apesar de haver meios de acesso direto de estrangeiros ao mercado continental, como o programa QFII, a ideia é que a maior parte dos fluxos passe primeiro por Hong Kong, para depois ingressar no segmento estritamente doméstico, de modo controlado. Assim, a movimentação de recursos entre a região e a China continental continuava restrita. Apesar de uma pretensa integração entre

ambos, isso vem sendo feito de forma gradual e seletiva com relação ao tipo de fluxos e mercados permitidos.

Isso fez com que surgisse uma taxa de câmbio diferente entre as transações efetuadas nos dois locais. As transações em *renminbi* envolvendo agentes internacionais efetuadas nas bolsas domésticas (inicialmente restritas aos programas QFII e QDII) recebem o código cambial CNY, enquanto que as operações autorizadas em Hong Kong ganharam a denominação CNH. Tal diferença reflete uma situação real. Mesmo que ambos os mercados estejam precificados na mesma moeda, as taxas de câmbio frente ao dólar têm sido persistentemente discrepantes. Fica explícita a separação, confirmando que o setor financeiro chinês permanece segregado do restante do sistema financeiro mundial, mesmo de mercados denominados em sua própria moeda (CINTRA; MARTINS, 2013; MCCAULEY, 2011).

A evolução das duas taxas de câmbio, assim como do *spread* entre ambas, mostra que tem havido uma demanda por ativos em RMB, já que títulos e bônus em CNY têm sido cotados a preços maiores do que equivalentes em CNH – com os programas QFII e QDII, algumas empresas chinesas podem ofertar ações a estrangeiros tanto no mercado doméstico, como tipo “A”, quanto em Hong Kong, como tipo “H” (MCCAULEY, 2011, p. 46). A diminuição do *spread* indica também uma progressiva convergência entre os mercados, ainda que esta persista, e se acentue em momentos de stress financeiro.

Figura 8 – Câmbio dólar/RMB (offshore e onshore) e spread CNH/CNY



Fonte: Rodriguez, 2016.

Entretanto, é importante notar que a movimentação e as cotações nos mercados de RMB abertos a estrangeiros estão muito ligadas à trajetória da taxa de câmbio. Desde a crise de 1997, o BPC manteve a moeda a uma paridade controlada em relação ao dólar. O crescimento vigoroso da economia chinesa e os superávits em conta corrente, entretanto, geram pressões do mercado para a apreciação do RMB (WOLF, 2009). Essas pressões tem sido, até aqui, compensadas por intervenções no mercado cambial, produzindo o enorme montante de reservas cambiais. Porém, isso motiva expectativas de que ela deve se apreciar com o avanço das reformas financeiras no país (PRASAD, 2014).

Tal fato tem garantido uma demanda externa por RMB, visando assegurar ativos que devem aumentar de valor. Contudo, ela tem se mostrado volátil: quando as expectativas de apreciação diminuem ou reverterem, os agentes externos saem de posições na moeda chinesa para ativos mais seguros. Isso pode ocorrer devido a instabilidades no mercado doméstico, diminuição das perspectivas de crescimento econômico ou resultado abaixo do esperado na balança de pagamentos, por exemplo. Assim, o avanço da internacionalização do RMB tem se dado muito pelas expectativas cambiais (HE, 2015; VALLÉE, 2012). Isso se mostra condizente com a posição do dólar na hierarquia internacional: a moeda americana “perde”, relativamente, participação nas transações mundiais em momentos de maior estabilidade, mas serve de porto seguro quando ocorrem turbulências no sistema.

Ademais, a existência de dois mercados segmentados para o RMB, com suas próprias cotações, taxas de câmbio e juros, abre espaço para a arbitragem desse diferencial por parte dos agentes que tem acesso a ambos. Assim, ainda que isso não anule uma demanda pelo *renminbi* por suas características de moeda internacional, a possibilidade de especulação financeira tem sido um grande impulsionador das transações com a moeda chinesa, até o presente momento (MCCAULEY, 2011; VALLÉE, 2012).

Estas foram as principais ações empreendidas até 2008 para fomentar uma utilização maior no RMB. Parece claro que o projeto, nesse período, buscou avançar exclusivamente pelo caminho financeiro. Este é o setor onde a China está mais distante de alcançar um desenvolvimento que propicie a liquidez necessária para que sua moeda seja mais utilizada internacionalmente. Desse modo, as autoridades encarregadas aparentemente decidiram iniciar a implementação do projeto por esta via. Entretanto, as ações foram poucas, e de escopo limitado. Desde o anúncio do esquema QFII, houve avanços escassos no sentido de uma maior consolidação do setor financeiro, e a maior atenção foi dispensada à transformação de Hong Kong em um mercado capaz de atrair investidores para o RMB.

Reitera-se que o gradualismo e a experimentação controlada são características fundamentais dos processos de reforma econômica na China. Mesmo que o ritmo do avanço tenha sido lento, não parecia existir uma preocupação maior, por parte das autoridades chinesas, de acelerar o processo. As ações efetuadas até 2008 tinham mais um papel de sinalizar a disposição do governo de empreender reformas no sentido de uma maior abertura da conta capital, e apontar uma direção pretendida. Grande parte dos programas implementados foram sendo alargados gradativamente e atualizados nos anos posteriores, fazendo das medidas iniciais uma base de onde o projeto pode se expandir.

4.6.2 Caminho comercial pós-2008

Até a erupção da grande crise financeira em 2008, a utilização do RMB permaneceu muito restrita. As reformas efetuadas permitiram, pela primeira vez, que agentes externos adquirissem ativos nessa moeda, mas os mecanismos específicos não lograram atrair muita atenção. Entretanto, a crise explicitou a centralidade do mercado financeiro norte-americano, e a dependência de todos os agentes (inclusive dos bancos centrais das maiores economias) em relação ao dólar. Embora a China tenha passado sem grandes traumas, uma crise que teve origem no mercado hipotecário dos EUA mas teve efeitos globais gerou inquietações. Assim, as preocupações chinesas com a instabilidade internacional, que já existiam anteriormente, foram exacerbadas, e o projeto de internacionalização ganhou um novo impulso. Ele angariou notoriedade mundial com o discurso do presidente do BPC (XIAOCHUAN, 2009), que clamava por uma reorganização do sistema monetário internacional.

A partir de então, a China passou a aprofundar as ações voltadas à internacionalização de sua moeda. No imediato pós-crise, foram engendradas políticas de caráter emergencial, com o intuito de frear os efeitos da situação e manter a estabilidade macroeconômica. Quando os primeiros impactos foram absorvidos, o país buscou expandir essas medidas iniciais. A principal diferença da estratégia empregada no período anterior à crise é que o componente comercial passou a receber mais atenção, ainda que o caminho financeiro continuasse a experimentar a maior evolução (CHIN; WANG, 2010).

Nos meses após o colapso do Lehman Brothers em setembro de 2008, a China realizou uma série de acordos de *swaps* cambiais com parceiros comerciais. O BPC oferecia fundos em RMB para os bancos centrais, e em troca retinha em seu balanço saldos em moeda estrangeira. O objetivo declarado era fornecer meios para aqueles países manterem suas importações de produtos chineses, afetadas pela escassez de liquidez internacional. Ainda que

essas reservas em RMB tenham pouca aceitação internacional, servem para realizar transações com a China. Como o país é o principal parceiro comercial de muitos daqueles Estados, essa linha extra de liquidez presta-se ao menos para manter essa relação (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012).

Até abril de 2009 (cerca de um semestre após a precipitação da crise), esses acordos haviam sido realizados com seis países, num valor agregado equivalente a mais de US\$ 100 bilhões (PRASAD, 2016, p. 78). Além de permitir a continuidade do fluxo comercial entre a China e seus parceiros, o fornecimento de reservas em RMB servia como um estímulo velado à utilização dessa moeda. O BPC mostrava, indiretamente, que estava disposto a atuar como prestador de última instância em caso de crises – mesmo que os fundos fornecidos não sejam exatamente os mais líquidos do sistema. Ao reter RMB em suas reservas, os Estados com os quais esses *swaps* foram firmados têm incentivos para manter ao menos parte de seu comércio na moeda chinesa. Além do mais, também podem passar a ver o *renminbi* como uma ferramenta eficiente para amortecer os efeitos de crises financeiras, ainda que seu uso tenha eficácia pontual (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012).

Desde os acordos iniciais firmados no primeiro semestre do pós-crise, essa rede de tratados bilaterais foi expandida, com alguns já assinados tendo seus prazo ou valores aumentados. Muitas das novas linhas de *swaps* concedidas a partir de então passaram a guiar-se também por motivações geopolíticas. Alguns países a que elas foram estendidas não são grandes parceiros comerciais ou não têm grande peso econômico, mas mostram-se politicamente desejosos realizar esse tipo de acordo. Até o momento, as linhas de *swap* incorporaram 37 países, com o total de reservas disponibilizadas pela China (em RMB) no equivalente a mais de US\$ 500 bilhões (CINTRA; MARTINS, 2013; PRASAD, 2017).

Quadro 2 – Linhas de swap cambial assinadas pelo BPC

Autoridade Monetária	Data (Extensão)	RMB ¥ (bilhões)	Equivalente US\$^a (bilhões)
Coreia	Dezembro de 2008	180	27,5
	(Outubro de 2014)	360	55
Hong Kong	Janeiro de 2009	200	30,5
	(Novembro de 2014)	400	61,1
Malásia	Fevereiro de 2009	80	12,2
	(Abril de 2015)	180	27,5

Bielorrússia	Março de 2009	20	3,1
	<i>(Maio de 2015)</i>	7	1,1
Indonésia	Março de 2009	100	15,5
	<i>(Outubro de 2013)</i>	100	15,3
Argentina	Abril de 2009	70	10,7
	<i>(Julho de 2014)</i>	70	10,7
Islândia	Junho de 2010	3,5	0,5
	<i>(Setembro de 2013)</i>	3,5	0,5
Cingapura	Julho de 2010	150	22,9
	<i>(Março de 2016)</i>	300	45,8
Nova Zelândia	Abril de 2011	25	3,8
	<i>(Maio de 2014)</i>	25	3,8
Uzbequistão	Abril de 2011	0,7	0,1
Mongólia	Abril de 2011	5	0,8
	<i>(Agosto de 2014)</i>	15	2,3
Cazaquistão	Junho de 2011	7	1,1
	<i>(Dezembro de 2014)</i>	7	1,1
Tailândia	Dezembro de 2011	70	10,7
	<i>(Janeiro de 2018)</i>	70	10,7
Paquistão	Dezembro de 2011	10	1,5
Emirados Árabes Unidos	Janeiro de 2012	35	5,3
Turquia	Fevereiro de 2012	10	1,5
Austrália	Março de 2012	200	30,5
	<i>(Abril de 2018)</i>	200	30,4
Ucrânia	Junho de 2012	15	2,3
Brasil	Março de 2013	190	29
Inglaterra	Junho de 2013	200	30,5
	<i>(Outubro de 2015)</i>	350	53,4
Hungria	Setembro de 2013	10	1,5
Albânia	Setembro de 2013	2	0,3
	<i>(Abril de 2018)</i>	2	0,3
Banco Central Europeu	Outubro de 2013	350	53,4

Suíça	Julho de 2014	150	22,9
Sri Lanka	Setembro de 2014	10	1,5
Rússia	Outubro de 2014	150	22,9
Catar	Novembro de 2014	35	5,3
Canadá	Novembro de 2014	200	30,5
Nepal	Dezembro de 2014	Não anunciado	Não anunciado
Suriname	Março de 2015	1	0,2
Armênia	Março de 2015	1	0,2
África do Sul	Abril de 2015	30	4,6
Chile	Maio de 2015	22	3,4
Tadjiquistão	Setembro de 2015	3	0,5
Marrocos	Maio de 2016	10	1,5
Sérvia	Junho de 2016	1,5	0,2
Nigéria	Maio de 2018	15	2,4
Total (última extensão)	37	¥ 3.340 bilhões	US\$ 510,4 bilhões

^a Valores aproximados, a uma taxa média do ano de assinatura.
Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Prasad (2017, p. 170-172).

Com a relativa estabilização do comércio, as autoridades chinesas passaram de ações emergenciais, voltadas para conter a crise financeira, para medidas mais estratégicas, voltadas para realmente fomentar o uso do RMB na função comercial. Uma das políticas de maior expressão até hoje foi lançada em julho de 2009: um programa piloto para a liquidação do comércio exterior chinês em RMB³⁰. Empresas chinesas podem alistar-se e, se aprovadas, compensar suas operações comerciais (importações e exportações) com parceiros internacionais em moeda doméstica, através de bancos públicos designados para esse fim (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; EICHENGREEN; KAWAI, 2014).

Inicialmente, esse programa contemplou cinco cidades do país, todas na região costeira, a mais desenvolvida e responsável pela maior parte das exportações chinesas. A contraparte internacional estava restrita à região do Leste e Sudeste asiático – apenas transações com países membros da ASEAN e com as duas regiões administrativas especiais de Macau e Hong Kong podiam ser liquidadas em RMB. Nessa fase, o programa cobria potencialmente menos de um quarto da corrente comercial da China (VALLÉE, 2012).

³⁰ Oficialmente, “*Pilot Program of Renminbi Settlement of Cross-border Trade Transactions*”. O decreto administrativo pode ser acessado em < <http://www.pbc.gov.cn/english/130733/2892982/index.html>>.

Entretanto, mesmo com esse caráter experimental e escopo geográfico limitado, as implicações eram enormes. A China é a segunda maior economia do mundo, com a maior corrente de comércio. Particularmente, seu peso na Ásia é ainda mais pronunciado. O país organiza em torno de si um complexo regional com forte participação do comércio na aproximação dos países (SUBRAMANIAN; KESSLER, 2013; CINTRA; MARTINS, 2013). Ainda que a efetivação dessas transações em RMB dependa da vontade das empresas chinesas e da concordância da contraparte externa, a perspectiva de que uma parte do comércio do maior exportador global não passe mais pelo dólar, diretamente, tem impactos profundos.

Nos dois primeiros semestres de operação, o programa piloto não obteve muito sucesso. Até meados de 2010, somente 1% do comércio exterior chinês foi efetivamente liquidado em sua própria moeda (EICHENGREEN; KAWAI, 2014, p. 5). Entretanto, em junho daquele ano a abrangência do esquema foi estendida. Podiam agora denominar suas transações internacionais as empresas localizadas em 20 diferentes províncias, e não havia mais limitação quanto à contraparte estrangeira. Um ano depois, em nova rodada de reformas, as barreiras geográficas são totalmente eliminadas, podendo agora todo o comércio exterior chinês ser liquidado em sua própria moeda se assim desejado pelas empresas envolvidas³¹ (CINTRA; MARTINS, 2013; VALLÉE, 2012).

A partir de então, a utilização do arranjo aumentou consideravelmente, deixando de ser um programa “piloto” para tornar-se uma política consolidada (CHENG; XIAOJING, 2017, p. 25). Em 2015, cerca de 25% dessa corrente foi compensada em RMB (PRASAD, 2016, p. 56). É notável que, em pouco mais de dois anos, um arranjo essencialmente regional, limitado a cinco cidades dentro da China, foi expandido para ser um esquema que pudesse cobrir todo o país e suas transações comerciais externas (VALLÉE, 2012, p. 8).

Iniciando-se em 2010, a China também passou a complementar os acordos de *swap* cambial com acordos de compensação do comércio bilateral nas moedas locais. Agentes comerciais em ambos os países podem pagar a suas contrapartes em sua própria moeda nacional as exportações e importações realizadas. Além de reter RMB entre suas reservas para eventuais crises financeiras, os Estados agora podiam usar esses recursos para ajustar seu comércio com a China. Esse tipo de entendimento, além de complemento aos acordos de *swap*, apoiava também o programa piloto comercial, servindo como um arranjo *ad hoc* até a expansão final deste (CINTRA; MARTINS, 2013; PRASAD, 2017).

³¹ Cintra, Martins (2013, p. 269) apresentam um quadro esquemático sobre a evolução do programa.

O BPC aceita reter essas moedas, algumas vezes pouco conversíveis, em troca da oportunidade de incentivar a participação do RMB (também pouco conversível) no comércio e reservas internacionais. A China aposta que seu peso comercial, além de sua ascendente posição geopolítica, incentive os países a utilizar esse esquema de compensação bilateral. O primeiro desses novos tratados foi assinado com o governo da Bielorrússia. Até 2015, a este país se juntaram Austrália, Coreia do Sul, Japão, Malásia, Nova Zelândia, Rússia, Suíça e Taiwan (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN; KAWAI, 2014; PRASAD, 2017).

O caminho comercial, então, demonstra aparente sucesso. Principalmente o programa de liquidação tem sido bastante efetivo em seu objetivo, e expandiu-se rapidamente. Em pouco mais de seis anos – um período relativamente curto – logrou alcançar um quarto do comércio da maior nação exportadora do mundo. A corrente comercial da China foi de praticamente US\$ 3,7 bilhões em 2016 (WORLD TRADE ORGANIZATION, 2016).

A perspectiva de que o percentual alcançado pelo programa possa aumentar nos próximos anos é plausível, e pode causar repercussões profundas, principalmente na região do Leste Asiático. O RMB já é uma moeda de referência importante para as taxas de câmbio dos países da vizinhança imediata, muito por causa da complementariedade comercial (SUBRAMANIAN; KESSLER, 2013, p. 13). Assim, a expansão do comércio chinês efetivamente denominado e liquidado em sua própria moeda pode ser um fator determinante para a ascensão do RMB como uma moeda regional (EICHENGREEN; LOMBARDI, 2015).

Além disso, a rede de acordos bilaterais de *swaps* cambiais e acordos de compensação em moeda nacional abarca um grande número de países, não limitado a uma única região do globo. Apesar da participação efetiva do RMB nas reservas internacionais não ter crescido muito, mesmo com a expansão dos acordos, parece haver uma sinalização positiva de que os bancos centrais estão dispostos a incluir a moeda chinesa em seus estoques, se ela vier a ser mais utilizada nos mercados financeiros privados.

Entretanto, há ressalvas a serem feitas. Ainda que o uso comercial do RMB no sistema tenha aumentado, ele se deve muito ao comércio com a própria China. É notório que praticamente todas as transações internacionais em *renminbi* têm agentes residentes em seu país emissor como uma das partes. Basicamente, nenhuma transação entre terceiros ocorre em moeda chinesa. Mesmo a participação “bruta” do RMB no comércio global tendo crescido, é difícil concluir que isso é um indicativo inequívoco de ele tornou-se mais conversível.

Na verdade, pode-se argumentar que o crescimento no uso comercial é validado pelo enorme estoque de reservas internacionais em dólar que a China possui. Como aumentou a

possibilidade de transformar os saldos em moeda chinesa em outra moeda devidos às reformas financeiras dos últimos anos, e o governo chinês mostra-se disposto a sustentar ao menos a parte do comércio mundial denominada em sua moeda em caso de turbulências externas, os Estados têm concordado em liquidar porções de seu comércio em RMB. Entretanto, quando a China procurou frear a saída de capitais a partir de 2015, diminuindo a conversibilidade dos fundos em moeda nacional para ativos mais líquidos, a denominação do comércio chinês em *renminbi* experimentou uma forte retração. De um pico de mais de 30% em 2015, o percentual foi a 15% no primeiro trimestre de 2017 (HERRERO; SIU, 2017).

Além do mais, a liquidação do comércio em RMB também pode estar ligada a expectativas de apreciação cambial. Quando o setor financeiro em moeda chinesa, disponível a não residentes, começou a experimentar um desenvolvimento maior, logo após 2008, a obtenção de cotas e fundos para investir nesse mercado era ainda complexa. Como a conta corrente da China exhibe poucos controles, e o governo em Pequim vê com bons olhos a expansão do uso de sua moeda no campo comercial, os agentes externos viram nesse programa uma oportunidade de obter recursos em RMB para aplicá-los no nascente mercado *offshore*. Assim, nos primeiros anos a liquidação de importações chinesas em moeda doméstica foi muito maior que a de exportações. Empresas chinesas enviavam RMB para o exterior em troca de produtos e serviços estrangeiros. As empresas que recebiam esses recursos utilizavam-os para operar no mercado *offshore* de Hong Kong, já que a perspectiva de valorização do *renminbi* era alta (EICHENGREEN; KAWAI, 2014).

Esse viés se equilibrou a partir de 2013, com a expansão do acesso direto de estrangeiros aos mercados financeiros em RMB e com a diminuição das expectativas cambiais. Entretanto, demonstra que, em parte, a internacionalização da moeda chinesa tem sido motivada pela possibilidade de investir no mercado financeiro doméstico do país, ainda fortemente apartado do sistema global por uma série de controles de capital. Entretanto, um revés nas expectativas de valorização da moeda, ou um desempenho mais fraco no crescimento, podem diminuir o apetite externo por ativos denominados em moeda chinesa, e assim frear o aumento do uso comercial do RMB. Seu papel como meio de transação internacional, portanto, permanece em larga medida subordinado à função de ativo especulativo nos mercados financeiros globalizados.

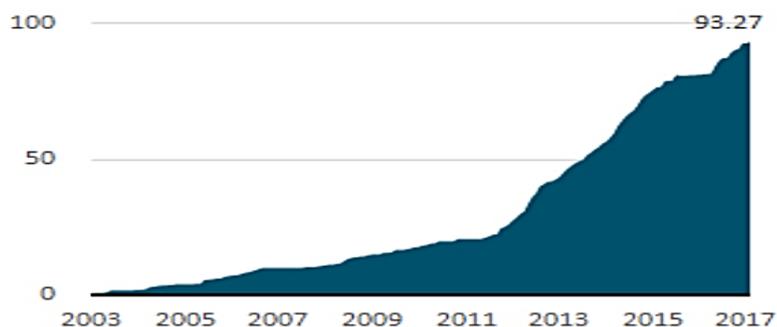
4.6.3 Caminho financeiro pós-2008

Como se demonstrou, uma das reações imediatas das autoridades chinesas quando da precipitação da crise em 2008 foi, dentre outras iniciativas internas, realizar os acordos de *swaps* cambiais para manter seu comércio exterior. Após a estabilização desse componente, procurou-se retomar o projeto de internacionalização de sua moeda. A política inaugural foi o programa de liquidação do comércio exterior chinês em RMB, com grande impacto potencial sobre toda a estratégia. Depois dele, o caminho financeiro foi continuado.

As medidas iniciais pós-2008 nesse campo visaram ampliar concessões já feitas anteriormente para a maior utilização internacional do *renminbi*. Com a passagem da primeira década do século XXI, o escopo de iniciativas foi encorpado, aumentando a quantidade de canais por onde os fluxos internacionais de capital podem fluir entre a China continental e o restante dos mercados. Além disso, a estratégia de construção de centros *offshore* foi levada para adiante de Hong Kong, promovendo-se a autorização de operações em RMB em outras praças financeiras. Apesar disso, o caráter desses novos polos tem sido cauteloso, com a aprovação gradual de novas políticas. Hong Kong continua sendo o mercado *offshore* mais líquido e desenvolvido para transações em RMB, e ainda experimenta reformas no sentido de aprofundar sua integração com o sistema financeiro da China continental.

Em setembro de 2009, o esquema QFII passou por sua primeira expansão no pós-crise. O limite de cada cota individual foi aumentado, e o período de *lock-up* do principal investido foi reduzido. Essa reforma vem sendo gradualmente expandida, com o programa chegando próximo de uma abertura quase total quanto à exposição individual e requerimento de que o montante seja retido por algum tempo. A partir de uma nova rodada de reformas em 2016, uma série de mudanças foi introduzida: a aprovação para uma cota não seria mais caso-a-caso, mas baseada em um sistema de critérios pré-estabelecidos; o limite superior para uma cota individual foi removido, e o inferior diminuído para US\$ 20 milhões; o período de *lock-up* foi reduzido para três meses em todas as categorias; e as restrições para remessa dos ganhos no mercado foram abrandadas (PRASAD, 2017). Segundos dados oficiais, 284 licenças individuais para uma cota haviam sido aprovadas até 2017, num total de quase US\$ 100 bilhões (SHANGHAI STOCK EXCHANGE, 2017). Praticamente todo o valor foi requisitado e distribuído entre investidores aprovados (XINHUA, 2017). Entretanto, a proibição quanto ao total da participação acionária por estrangeiros em cada empresa individual permanece.

Figura 9 – Valor das quotas aprovadas do programa QFII (US\$ bilhões)



Fonte: Shanghai Stock Exchange, 2017.

A instalação do programa de liquidação comercial em RMB, com a possibilidade de que empresas estrangeiras aceitem *renminbi* em suas exportações para a China, gerou uma acumulação de fundos nessa moeda fora do país. Esses recursos tinham pouca opção de aplicação, fora o mercado em Hong Kong, que permanecia restrito, com baixa diversificação e liquidez no que tange aos títulos em RMB permitidos a estrangeiros – ainda que muito mais aberto e desenvolvido que as opções *onshore*. Assim, a introdução do programa piloto impulsionou a movimentação no mercado *offshore*, aquecendo a demanda por esses títulos (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN; KAWAI, 2014).

Para responder a essa pressão, ainda em setembro de 2009 o Ministério das Finanças chinês pela primeira vez emitiu bônus no mercado *offshore* em Hong Kong. O objetivo explícito foi apoiar a formação de uma curva de juros mais definida e criar maior liquidez no setor “Dim Sum”, que até aquele momento se mostrava ainda instável e com movimentação baixa (CINTRA; MARTINS, 2013; MCCAULEY, 2011). A intervenção oficial no mercado ajudou a dar mais confiança no setor, e mostrou que as autoridades em Pequim encaram o desenvolvimento do mercado financeiro, assim como a internacionalização de sua moeda, como um movimento político. Sinalizaram que estão dispostas a atuar para incentivar certos segmentos, como no caso do mercado de títulos *offshore* para estrangeiros, não deixando a evolução desses setores apenas a cargo dos mercados privados.

Com a possibilidade dos agentes externos acumularem saldo em RMB devido ao programa de liquidação comercial, uma expansão dos instrumentos financeiros denominados nessa moeda no mercado *offshore* de Hong Kong, e o apoio oficial ao desenvolvimento do setor, as movimentações passaram por forte aceleração. Assim, ainda em 2009 o governo chinês decidiu abrir de modo significativo o segmento de emissão de dívida em RMB a

operadores externos, tanto no mercado continental quanto no *offshore* (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012).

O lançamento de títulos “Panda” nas bolsas domésticas, antes limitado a instituições multilaterais, passou a ser permitido também a multinacionais estrangeiras instaladas no país. Entretanto, o mercado ainda não inspirava muita confiança. Mesmo que o capital disponível fosse potencialmente maior, muitas empresas preferiram esperar a segurança jurídica e de supervisão financeira que o mercado *offshore* de títulos “Dim Sum” em Hong Kong oferece, já que o BPC sinalizou liberalizar também esse setor para emissões estrangeiras. A criação de bônus em RMB por estrangeiros nas bolsas domésticas permaneceu baixa até 2012 (COHEN, 2012). Nos últimos anos, entretanto, esse segmento vem experimentando uma aceleração, especialmente após bancos centrais e instituições governamentais estrangeiras também obterem permissão de lançar esses títulos.

A partir de 2010, a permissão para lançar títulos no mercado “Dim Sum” é então concedida também a empresas chinesas não financeiras, subsidiárias de bancos com sede em Hong Kong e multinacionais não financeiras que operam na China continental (YIPING; DAILI; GANG, 2014; VALLÉE, 2012). Este setor atraiu mais a atenção de investidores internacionais que o segmento na China continental. As emissões foram significativas desde o começo. Em julho, a Hopewell Highway, empresa de infraestrutura rodoviária com sede em Hong Kong e atuação na China continental, tornou-se a primeira companhia privada estrangeira a emitir bônus corporativo denominado em RMB na praça de Hong Kong. Em agosto, a rede de *fast food* McDonald’s, e em novembro a Caterpillar, gigante norte-americana do setor de maquinário pesado, motores e implementos agrícolas, também realizaram lançamentos “Dim Sum” (CINTRA; MARTINS, 2013; PRASAD, 2017).

Essas novas aberturas à utilização do RMB no mercado de capitais promoveram uma grande expansão no segmento *offshore* de moeda chinesa em Hong Kong. Os depósitos bancários denominados na moeda chinesa dispararam. Como o território emite sua própria moeda (dólar de Hong Kong), a maior parte do volume dessas operações bancárias é resultado da atividade no setor financeiro de *renminbi*. Assim, esse tem sido utilizado como um sinalizador da movimentação naquele mercado.

O valor depositado junto aos bancos autorizados a oferecer esse tipo de serviço passou de menos de US\$ 10 bilhões, em 2009, para um pico de quase US\$ 500 bilhões em meados de 2015 (HERRERO; SIU, 2017). As transações internacionais em RMB começavam a operar

com grandes quantias, apontando um aprofundamento do processo de internacionalização, e a moeda chinesa passou a avançar mesmo nos mercados financeiros privados.

Entretanto, também é necessário cautela ao fazer essa avaliação. Entre o final de 2011 e o início de 2013, o crescimento dos depósitos estagnou. Devido a um ambiente financeiro global mais conturbado, com a eclosão da crise na zona do euro, e à diminuição das expectativas de apreciação, a demanda por títulos em RMB diminuiu (VALLÉE, 2012; YONGDING, 2014). Novos operadores se restringiram de entrar na praça *offshore*, e as operações bancárias realizadas no ano de 2012 foram, basicamente, daqueles que já transacionavam no mercado.

Com a retomada da confiança, o valor dos depósitos bancários voltou a crescer em 2013. Porém, uma nova queda, dessa vez muito mais pronunciada, tem lugar a partir de 2015, juntamente com outras instabilidades nos mercados financeiros e cambiais chineses (HUGHES, 2016). Essa volatilidade é mais um indício que ao menos uma parte da demanda por ativos em RMB tem sido motivada por possibilidades de especulação e apostas na valorização dessa moeda. Se as expectativas se revertem, como quando as autoridades chinesas buscaram frear o fluxo de saída de capitais do país, a atratividade do *renminbi* no mercado financeiro global cai, demonstrando que esse ainda é um grande impulsionador da internacionalização efetiva dessa moeda (CHENG; XIAOJING, 2017, 2017).

Figura 10 – Depósitos à vista em Hong Kong (RMB bilhões)



Fonte: Lockett, 2017.

De todo modo, a partir de 2010 a movimentação no segmento *offshore* aumentou fortemente. Apesar de condizente com a estratégia de internacionalização, isso também criou pressões sobre a política monetária doméstica. O BPC tentou equilibrar os dois objetivos – internacionalização e estabilidade interna – ao permitir que agentes externos regulamentados a operar em RMB possam também acessar o setor interbancário doméstico chinês. Os fundos que se acumulavam em Hong Kong agora podem ser canalizados para os bancos chineses, reciclando parte da liquidez externa no setor mais importante do mercado financeiro doméstico. Inicialmente, essa concessão foi feita a bancos centrais e autoridades monetárias, e a instituições financeiras, nacionais e estrangeiras, que já operavam em outros programas de utilização externa do RMB (PRASAD, 2016).

Como de praxe, essa possibilidade está sujeita a várias limitações, e controle rígido pelas autoridades encarregadas. Dentro das categorias elegíveis, o BPC seleciona as entidades candidatas, e essas têm um limite para investir naquele mercado, geralmente de um valor baixo em comparação a outros mercados globais, ainda que não esteja sujeito a um período de *lock-up* como as cotas QFII. Assim como medidas congêneres, as permissões à entrada no mercado de títulos interbancários têm sido ampliadas desde sua inauguração (VALLÉE, 2012). Como se demonstrou, o setor bancário concentra um volume muito maior de recursos que o mercado de capitais na China, e também é fortemente regulado e direcionado pelo Estado. Assim, a entrada de estrangeiros no segmento, mesmo que de modo incipiente, sinaliza um desenvolvimento importante na trajetória financeira do país.

O governo também permitiu mais um canal de comunicação entre o setor continental e o *offshore* em 2011, com outro programa de investidores qualificados, muito parecido com o existente QFII. De modo um tanto confuso, o programa recebeu (ao menos na sua tradução em inglês) quase o mesmo nome de seu antecessor: *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor* (RQFII). Basicamente, a ideia é semelhante: investidores interessados se submetem a uma avaliação, e se aprovados, recebem cotas para investir em ações “A” e outros títulos no mercado doméstico (VALLÉE, 2012).

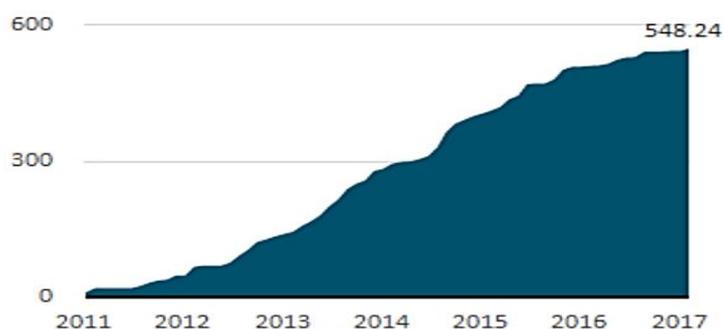
A novidade foi que esse segundo arranjo serve para os operadores externos utilizarem seus fundos em moeda chinesa depositados em Hong Kong no segmento continental. Assim, a principal diferença entre os dois é que o QFII exige que os investidores convertam seus recursos em moeda estrangeira junto a um banco chinês autorizado, para então poder utilizar sua cota. Em contraste, o novo RQFII exige que os postulantes a uma cota já tenham recursos levantados em RMB no mercado de Hong Kong (PRASAD, 2016, p. 16). O primeiro

programa serve como meio de acesso direto, enquanto o segundo serve como ligação entre os recursos no setor *offshore* e continental.

Mais uma vez, muitas restrições aplicam-se a tal esquema. De modo geral, essas eram parecidas com as limitações da fase de implantação do programa original. Notável é o fato que, de início, apenas subsidiárias instaladas em Hong Kong de instituições financeiras chinesas eram elegíveis (PRASAD, 2016). Isso tornava o programa, nos primeiros anos, basicamente doméstico, um meio das empresas chinesas transferirem fundos entre os diferentes setores financeiros em que operavam.

Novamente seguindo o padrão de reformas da China, os controles foram gradualmente afrouxados nos anos seguintes. O valor total de cotas disponível e a exposição individual permitida são aumentados. A restrição a estrangeiros foi descartada em 2014, com cotas de RQFII distribuídas para empresas sediadas em vários países. Ainda assim, instituições de Hong Kong, especialmente filiais de empresas chinesas, detém o maior volume de cotas. Até 2017, 184 cotas individuais haviam sido aprovadas, num valor total distribuído a investidores de quase RMB 550 bilhões (SHANGHAI STOCK EXCHANGE, 2017), equivalente a cerca de US\$ 84 bilhões – levemente inferior ao do programa QFII, mais antigo. Chama a atenção que uma empresa com sede nos EUA, a gestora de fundos de investimento BlackRock, somente foi aprovada para uma cota RQFII em 2017 (REUTERS, 2017).

Figura 11 – Valor das cotas aprovadas do programa RQFII (RMB bilhões)



Fonte: Shanghai Stock Exchange, 2017.

Quase junto ao programa RQFII, também em 2011 o BPC regulamentou fluxos de investimento direto externo (IDE) em RMB. O anúncio foi feito através de dois programas nominalmente diferentes, mas que foram lançados quase simultaneamente e que tinham basicamente o mesmo objetivo. Tanto os investimentos estrangeiros direcionados à China, quanto os investimentos chineses rumo ao exterior, podem agora ser efetivados em RMB

(EICHENGREEN; KAWAI, 2014, p. 6). Isso é feito através de bancos chineses designados para mediar essas operações; e esses são, via de regra, os quatro grandes bancos comerciais públicos. A nova política tinha inicialmente restrições geográficas em relação às cidades e províncias chinesas elegíveis. Mais uma vez, também contava com restrições quanto aos mercados elegíveis, montantes investidos, repatriação dos lucros, etc., além de seleção rígida dos participantes (CINTRA; MARTINS, 2013).

Desse modo, os agentes externos agora podem empregar seus excedentes comerciais acumulados em RMB através do programa de liquidação também para investimentos industriais na China continental. Os investidores chineses, em contrapartida, podem realizar inversões produtivas diretamente em sua moeda. Assim, a medida serve tanto para estimular o uso internacional dessa moeda, quanto como um estímulo sutil ao aumento do IDE chinês, já que existem benefícios em usar a própria moeda para investimentos internacionais, além do apoio explícito do BPC. Como de costume, o escopo foi sendo aumentado e as restrições aliviadas. A limitação geográfica desapareceu em 2014, e a aprovação dos investimentos foi simplificada, exceto para indústrias e países considerados “sensíveis”, de modo a incentivar e facilitar a saída de capital (PRASAD, 2016, p. 124).

A partir de 2012, ocorreu outro desdobramento muito importante da estratégia de internacionalização do RMB. A política de desenvolvimento de um centro *offshore* para as transações deixou de ser exclusiva a Hong Kong. Com efeito, o território continua sendo o principal local para operações estrangeiras nessa moeda, e experimentações de maior liberalização e integração com o mercado financeiro continental da China ainda são feitas primordialmente lá. Mas as autoridades em Pequim parecem ter entendido que essa praça financeira já experimentou um desenvolvimento adequado aos objetivos propostos pelo projeto de internacionalização, até a data. Assim, para avançar, seria necessária uma expansão geográfica da utilização do RMB.

A rota mais plausível de progressão (não necessariamente a única, como se verá) é através das praças financeiras asiáticas, onde operações com ativos em moeda chinesa já eram realizadas há alguns anos, a partir do início do processo de internacionalização do RMB. Além do mais, a China tem grande peso no comércio desses países, e influência política considerável junto aos governos e autoridades de supervisão. Assim sendo, Cingapura foi a primeira praça financeira a anunciar um acordo com o governo chinês para abrigar um centro de compensação de transações internacionais em *renminbi*. A cidade tem emergido como o

principal desses novos polos, depois de Hong Kong. Taiwan também tem buscado atrair operações em RMB, assim como a Coreia do Sul (PRASAD, 2017).

Entretanto, o primeiro movimento nesse sentido não se deu na Ásia. O BPC e outras entidades reguladoras mantinham conversações com várias autoridades, administradores e grupos de investidores ligados à City de Londres desde meados de 2011, visando operacionalizar algum arranjo para que instrumentos em RMB fossem transacionados lá³² (BOURSE CONSULT, 2012). Resultado dessas, o banco HSBC emitiu bônus corporativos denominados em RMB em Londres em abril de 2012 (YIPING; DAILI; GANG, 2014; PRASAD, 2016). Essa foi a primeira oferta de bônus *offshore* denominados em moeda chinesa fora de Hong Kong, concretizando assim o crescimento geográfico do RMB.

Esse foi um marco importante na internacionalização da moeda chinesa. Londres é, junto com Nova York, o maior centro financeiro do planeta, desde a afirmação do padrão dólar-flexível. Além disso, concentra boa parte das transações europeias. A existência de instrumentos financeiros em RMB nessa praça possibilita sua expansão para todo o hemisfério ocidental. Entretanto, a saída do Reino Unido da União Europeia, juntamente com a turbulência nos mercados financeiros chineses a partir de 2015, fragilizou a ampliação do papel de Londres na estratégia de internacionalização do RMB.

Apesar daquela emissão, Londres não contava ainda com um arranjo formalizado para liquidar e compensar esse tipo de operação em RMB. Com a materialização da existência de títulos denominados em *renminbi* fora de Hong Kong, disposições desse tipo foram tomadas com autoridades de vários centros financeiros importantes. O governo chinês apontava a filial local de algum banco público chinês, que fica então responsável por supervisionar e garantir a liquidez das transações em RMB naquele centro.

Essa filial pode oferecer serviços em moeda chinesa a operadores locais, assim como mover recursos com a matriz continental ou outra filial em Hong Kong, dependendo do ativo específico e do programa sob o qual a transação se enquadrar. O BPC garante assegurar, em última instância, a liquidez e intervir nesse mercado, em caso de instabilidade. Assim, o governo em Pequim acena, implicitamente, que concorda com a existência de mercados financeiros *offshore* fora de sua alçada, como Hong Kong até então servira. Todavia, as salvaguardas dispensadas a esses novos centros são notadamente menores que no centro

³² De fato, a administração da City à época encomendou relatórios sobre o tema a consultorias financeiras, e vem publicando um volume anual sobre as operações em RMB desde 2012. Conferir, a título de ilustração, Bourse Consult (2013); Trusted Sources (2012).

offshore original – portanto, as operações neles geralmente têm menos segurança institucional, e ocorrem a preços distintos.

O primeiro desses arranjos de compensação foi assinado com Cingapura em 2012. A partir daí, novos centros têm sido aprovados todos os anos. Londres celebrou o memorando de entendimento para instalação do seu em 2014. Até o ano de 2018, foram criados 21 desses centros de compensação e liquidação das transações *offshore* em RMB. Eles encontram-se bem distribuídos geograficamente, presentes em todos os continentes, afora América Central. Incluem praças financeiras regionais importantes como as da Austrália, Canadá, Cingapura, França, Reino Unido e Suíça (PRASAD, 2017).

Interessantemente, os EUA foram um dos últimos países a ter um arranjo de compensação desse tipo negociado e aprovado. A filial do Bank of China em Nova York foi designada para a função apenas no segundo semestre de 2016, após longo processo de conversação (WILDAU, 2016). Entretanto, esse acordo marcou um passo importante no projeto chinês. Os EUA são o mercado financeiro por excelência do sistema mundial. A possibilidade de transacionar em RMB diretamente nos mercados norte-americanos amplia consideravelmente seu horizonte de atuação. Não por acaso, Nova York foi a primeira (e até aqui, a única) praça financeira a ter um segundo banco de *clearing* designado. Além do mais, também foi a primeira a ter um banco não chinês aprovado para efetuar esse tipo de serviço. O JP Morgan Chase havia sido a primeira instituição americana a ser aprovada para lançar títulos corporativos no mercado interbancário da China continental, e então foi também selecionado para realizar as compensações das transações em RMB realizadas no mercado americano (BLOOMBERG NEWS, 2018).

Quadro 3 – Centro offshore de compensação em RMB

País	Data de assinatura	Banco de compensação^a
Cingapura	Julho de 2012	ICBC
Taiwan	Agosto de 2012	Bank of China
Reino Unido	Março de 2014	China Construction Bank
Alemanha	Março de 2014	Bank of China
Luxemburgo	Junho de 2014	ICBC Luxembourg
França	Junho de 2014	Bank of China Paris
Coreia do Sul	Julho de 2014	Bank of Communications
Catar	Novembro de 2014	ICBC Qatar

Malásia	Novembro de 2014	Bank of China Malaysia
Austrália	Novembro de 2014	Bank of China Sydney
Canadá	Novembro de 2014	ICBC Canada
Tailândia	Dezembro de 2014	ICBC Thai
Suíça	Janeiro de 2015	China Construction Bank Zurich
Chile	Maio de 2015	China Construction Bank Chile
Hungria	Junho de 2015	Bank of China Budapest
África do Sul	Junho de 2015	Bank of China
Argentina	Setembro de 2015	ICBC Buenos Aires
Zâmbia	Setembro de 2015	Bank of China
Estados Unidos	Setembro de 2016	Bank of China New York
	Março de 2018	JP Morgan Chase
Rússia	Setembro de 2016	ICBC Moscow
Emirados Árabes Unidos	Maio de 2017	ABC Dubai
Total		21 centros de compensação

^a Para uma breve explicação dos bancos públicos chineses, ver página 63 e nota 18 na mesma página.
Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Prasad (2017, tabela B.7, p. 168).

Outro desenvolvimento de forte impacto potencial foi apresentado em 2013. Seguindo a abordagem experimental que guia boa parte do processo, as autoridades deram um novo passo ao levantar quase completamente os controles de capitais para transações em uma localidade específica, mas isolá-la totalmente do resto do seu sistema financeiro. Essa é a premissa da “*Free Trade Zone*”³³ (FTZ), instalada em Xangai em setembro daquele ano e em outras cidades importantes a partir de 2015 (PRASAD, 2017).

Segundo esse arranjo experimental, a China inverteu a lógica do processo de reformas financeiras até então. Ao invés de permitir o acesso de estrangeiros a um conjunto de setores, mercados, valores e ativos específicos, o governo publica uma “lista negativa” de setores restringidos, ou totalmente proibidos, a investimentos estrangeiros na região. Mercados e segmentos que não constam na lista negativa são basicamente abertos. As reformas subsequentes, ao invés de aumentar as permissões, visam diminuir a lista de restrições. Os procedimentos administrativos e regulatórios, assim como o tratamento de supervisão política,

³³ Oficialmente, o programa é designado “*China (Shanghai) Pilot Free Trade Zone*”. Um site especial foi criado pelo governo, que mantém informações atualizadas sobre o programa em < <http://en.china-shftz.gov.cn/News-Information/News-update/>>. Decidiu-se aqui não traduzir a expressão, pois em português ela geralmente indica especificamente relações comerciais, embora esse não seja verdade no caso em questão.

jurídica e fiscal se dão essencialmente como se fosse com empresas e transações puramente domésticas (PRASAD, 2017). Vale lembrar que mesmo essas sofrem maior controle e intervenção do governo que na maior parte dos outros países, principalmente nas economias avançadas, onde os setores financeiros são basicamente desregulamentados.

Essas zonas partem das mesmas premissas que as Zonas Econômicas Especiais do início do processo de reformas econômicas nos anos 80. Inclusive, vêm sendo instaladas nas mesmas cidades, muitas vezes incorporando as concessões anteriores. A ideia é semelhante: criar um bolsão isolado do resto da economia do país, onde agentes estrangeiros tem um tratamento mais relaxado. Enquanto as primeiras zonas buscavam abrir os controles na conta corrente chinesa para incentivar as exportações, as novas FTZ buscam diminuir as restrições sobre a conta capital para fomentar as transações financeiras.

Um esquema desse tipo é bem mais aberto que os programas anteriores do projeto de internacionalização. O objetivo é exatamente experimentar com a conversibilidade quase completa da conta capital, e avaliar os resultados. Para isso, as transações financeiras sob a égide da FTZ foram completamente separadas do resto do sistema financeiro continental. Áreas de Xangai, como o principal porto e o distrito financeiro, tornaram-se “ilhas” onde as transações financeiras são quase totalmente abertas, mas foram cercadas pelos mesmos controles que separam o setor financeiro doméstico do resto do sistema. Apenas transações realizadas com entidades localizadas geograficamente nessas áreas podem usufruir desse tratamento. Assim, o programa também incentiva, indiretamente, a instalação de filiais e subsidiárias de corporações financeiras internacionais, promovendo o desenvolvimento financeiro da cidade.

Cumpram ressaltar que a abertura completa da conta capital não parece estar nos planos da China, ao menos no momento. Xangai não foi escolhida por acaso, obviamente. A cidade é o maior centro financeiro do país, e vem tornando-se um dos maiores do sistema internacional nos últimos anos. O resultado da conversibilidade plena, mas contida geograficamente na região com o setor financeiro mais desenvolvido, certamente não será o mesmo que a conversibilidade plena em outros setores e regiões. A perspectiva é que esse programa avance para regiões menos desenvolvidas financeiramente, onde a lista negativa aplicada deve ser maior. Em 2015, três novas FTZ foram aprovadas em outras grandes cidades costeiras. Nessas, a maior liberdade na conta capital se aplica a outros setores específicos, como indústria naval em Guangzhou, alta tecnologia em Zhuhai, e novamente o setor financeiro em Shenzhen – onde se encontra a outra bolsa de valores do país (PRASAD, 2016, p. 20).

Depois de estabelecer pelo mundo outros centros financeiros para operações em RMB, e de criar novos arranjos que permitem a participação direta de estrangeiros no mercado doméstico, as autoridades chinesas voltaram a incrementar a ligação do setor financeiro continental com o *offshore*. Em 2014, foi lançada uma conexão direta entre as bolsas de valores de Xangai e Hong Kong³⁴. O programa permite que investidores em cada uma delas transacionem ativos listados na outra através da autoridade responsável pelo seu local de origem, sem precisar de nova aprovação por outra entidade reguladora. As transações são todas realizadas em RMB (PRASAD, 2017).

Assim como no esquema RQFII, os estrangeiros que atuam na bolsa de Hong Kong podem participar do mercado de ações “A” em Xangai, mas dessa vez a compensação se dá pelo sistema e através da operadora do território administrativo. Desse modo, os dois programas se somam, aumentando os canais de transmissão, além dos valores totais movimentados entre os dois mercados. Ademais, os investidores da bolsa de Xangai também podem operar com ações em Hong Kong além de suas cotas QDII. Sob o programa de conexão, entretanto, todos os investidores em ambas as bolsas podem também realizar transações na contraparte (até um limite estabelecido), diferentemente dos dois programas anteriores (RQFII e QDII), onde a participação é condicionada à distribuição de cotas, sujeita a aprovação pelas autoridades.

Mas assim como seus similares, esse novo canal está sujeito a um teto de valor, tanto diário quanto no agregado anual. As instituições responsáveis em cada bolsa acompanham as transações em tempo real, e quando o limite diário é atingido, suspendem as ordens de compras pelo restante da sessão, até a abertura do dia seguinte. Quando o limite agregado é atingido, todas as ordens de compra são suspensas até o fim do ano fiscal (PRASAD, 2017).

Esse arranjo específico atraiu bastante entusiasmo inicial. No dia do lançamento, o limite diário máximo foi atingido na metade da sessão. Entretanto, problemas operacionais, limites muito restritos e instabilidade no mercado de capitais na China continental sustaram seu posterior desenvolvimento (GRENE, 2015; PRASAD, 2016). Desde então, o governo tem buscado resolver as dificuldades regulatórias e aumentar os limites de transação, embora o programa ainda esteja em suas fases iniciais. De todo modo, uma conexão similar foi lançada

³⁴ Oficialmente, “*Shanghai-Hong Kong Stock Connect*”. As regulações de implementação do programa estão disponíveis em < http://www.chinaclear.cn/zdjs/editor_file/20141120101437860.pdf>.

entre Hong Kong e a bolsa de Shenzhen em dezembro de 2016 (KAN, 2017), o que indica que as autoridades responsáveis estão, no mínimo, satisfeitas com os resultados iniciais³⁵.

Outro marco importante da utilização internacional da moeda chinesa no campo financeiro foi a criação de um novo sistema eletrônico de pagamentos em RMB, ao final de 2015. O *China International Payment System* (CIPS) foi desenvolvido para fornecer serviços de compensação e liquidação para instituições que operam transações em moeda chinesa fora do território doméstico. O sistema eletrônico nacional de transações bancárias não comporta pagamentos internacionais por especificidades técnicas, já que opera com padrões diferentes.

Até a criação do CIPS, todas as transações em RMB deviam passar por algum banco chinês, que tinha acesso ao sistema nacional de compensação interbancária. Daí a necessidade de apontar filiais de bancos chineses para efetivar os arranjos de liquidação nos diversos centros internacionais que passaram a acomodar transações em RMB. Todavia, esse processo é demorado e custoso, tornando-se cada vez mais inviável à medida que a internacionalização se aprofunda e se expande geograficamente.

O CIPS foi projetado especificamente para ser lançado em fases, ainda não tendo atingido sua plena extensão até o presente momento. Quando inaugurado, apenas 19 bancos foram incluídos no sistema – a maioria bancos chineses, contando também com algumas filiais chinesas de instituições estrangeiras. Desde então, outras instituições vem sendo adicionadas, ainda que o número continue baixo, para os padrões do sistema financeiro globalizado. Mesmo que o planejamento seja permitir transações *offshore* diretas entre bancos e outras instituições financeiras, sem a necessidade de passar por corporações que atuem na China continental, esse objetivo ainda não foi alcançado. O sistema, assim, por enquanto serve para complementar o arranjo de bancos designados para efetuar a compensação das operações em centros *offshore* (PRASAD, 2017; WILDAU, 2015).

Além de resolver questões técnicas de operabilidade das transações em RMB, já expandidas pelo mundo, a criação desse sistema também tem um objetivo político latente. Ele usa, inicialmente, os padrões SWIFT para a comunicação interbancária, mas propôs-se que no futuro seja possível fazê-lo operar com um código próprio. Com isso, a China poderia diminuir sua dependência também desse sistema de informação e comunicação, que é instituído de acordo com padrões de bancos norte-americanos e europeus (WILDAU, 2015).

Ironicamente, essa parece uma analogia compatível com a hipótese apresentada neste trabalho. A China não está buscando substituir prontamente, ao menos até agora, o sistema

³⁵ O site da bolsa de Hong Kong tem uma página dedicada especificamente a esses programas, com informações e dados atualizados. Consultar em < http://www.hkex.com.hk/Mutual-Market/Stock-Connect?sc_lang=en>.

SWIFT (nem o padrão dólar-flexível), mas diminuir sua dependência dele, criando mecanismos em que ela possa operar (o CIPS e o RMB internacionalizado) ao largo e por dentro do arcabouço institucional vigente. Ao mesmo tempo, o país depende em larga medida dos padrões existentes, e não deixará de operar neles, num horizonte possível de análise.

Estas foram as ações de cunho financeiro mais importantes, até mais ou menos o primeiro semestre de 2016³⁶. Como se pode depreender, as reformas para promover uma maior internacionalização do RMB avançaram muito mais que antes da crise de 2008. Assim, a moeda chinesa tem se expandido mesmo nos mercados financeiros privados, que é o ponto onde a China fica atrás na comparação com os emissores de outras moedas internacionais.

Entretanto, mesmo com esses importantes avanços, o RMB não alcançou o patamar de uma moeda internacional sistemicamente importante. As inúmeras reformas financeiras efetuadas evidenciam que o projeto de internacionalização partiu de um regime muito extenso de controles de capitais, o que propiciava uma utilização internacional muito baixa ao *renminbi*. Mas a despeito de todas as medidas tomadas, os controles continuam vigentes, ainda que abrandados. Todos os programas e reformas descritos acima ainda contam com algum tipo de restrição, seja geográfica, de valores, mercados, movimentação, regulatória, etc. Embora tenham sido ampliados, chegando próximo a uma liberalização completa em alguns segmentos, isso efetivamente não chegou a ocorrer.

O mercado financeiro da China continental, apesar de todo desenvolvimento *offshore*, continua sendo sensivelmente maior, em termos de valor de ativos e transações realizadas. E este ainda é deliberadamente menos aberto à participação estrangeira. Como o regime de controles persiste, há uma separação clara entre o mercado financeiro continental e o resto dos mercados mundiais (mesmo dos centros *offshore* denominados em RMB), onde investidores não residentes tem maior possibilidade de participação. Esta segmentação é evidenciada pelas duas taxas de câmbio – CNY no mercado continental e CNH nos mercados *offshore*. Apesar da proposta de maior integração entre as duas esferas, e de ações positivas nesse sentido, certa segmentação ainda existe. Muitos “furos” e canais foram abertos para a movimentação entre ambos, mas eles são vigiados de perto pelas autoridades. Assim, a maior parte dos recursos em RMB continua fora do alcance de agentes estrangeiros.

³⁶ Cintra, Martins (2013) apresentam um quadro sintético (Quadro 5, p. 286), e realizam uma análise semelhante, das medidas que entendem mais importantes, até a publicação de seu trabalho. Prasad (2016, Apêndice B, p. 108) foi a referência encontrada mais ampla e atualizada a fazer um levantamento desse tipo. Boa parte da seção 4.6 foi baseada nesses trabalhos, e o autor concorda, em geral, com as perspectivas de ambos.

4.7 O status dos controles de capitais e da utilização do RMB

A gama de políticas implantadas certamente promoveu um maior acesso de estrangeiros à moeda chinesa, em comparação ao período anterior. Como consequência desejada, conforme o projeto e a estratégia formulada, a utilização do RMB no plano internacional tem aumentado desde o início dos anos 2000. Entretanto, isso deve ser avaliado criticamente. Em todos os setores, restrições permanecem sendo aplicadas. A China e o RMB apresentam os determinantes necessários para ocupar lugar de destaque na hierarquia monetária internacional, contudo, o projeto de internacionalização não visa competir diretamente ou desbancar o dólar. Portanto, tem sido cauteloso e experimentado com avanços graduais. Partindo de uma utilização muito baixa, o *renminbi* aumentou sua participação nas transações globais, mas os controles de capitais ainda existentes têm impacto sobre sua utilização internacional efetiva.

A emissão de títulos e bônus em RMB por estrangeiros, tanto de entidades privadas quanto públicas, era proibida antes do início das reformas. Entretanto, ela vem crescendo nos últimos anos, embora o governo retenha a premissa de conceder permissão para que tal lançamento ocorra – tanto no mercado *offshore* de Hong Kong quanto no mercado doméstico. Arranjos específicos, com critérios e regulações próprios, controlam o acesso para cada caso. Nos outros centros *offshore* aprovados, o lançamento de títulos é mais livre, mas conta com menos liquidez e diversificação. Os instrumentos e valores que o governo chinês assegura garantir a compensação e liquidação, nesses mercados, através de um banco designado para este fim, dependem do acordo assinado. O mercado em Londres, por exemplo, desfruta de bastante segurança, principalmente após o BPC emitir títulos de dívida em 2015 (PRASAD, 2016). Outros centros podem não ter as mesmas salvaguardas.

O investimento em *portfolio* de agentes domésticos nos mercados mundiais continua bastante controlado. A saída de capital para esses fins se dá exclusivamente através do programa QDII, o que permite que o governo regule seu fluxo. Ainda que os valores das transações, agregados e individuais, sejam praticamente irrestritos, os setores e destinos dessas aplicações são monitorados, e propostas de investimento podem ser recusadas. Apesar dessa prerrogativa, as autoridades têm estimulado a atuação externa do capital chinês, e na prática, as restrições a esse tipo de operação têm sido poucas, ainda que de fato tenham ocorrido a partir de 2015 – quando o governo procurou restringir aquisições internacionais “arriscadas” ou entendidas como supérfluas (HORNBY, 2017).

Já os investimentos produtivos denominados em RMB, através de IDE, são bem mais liberalizados. Desde a regulamentação desses, poucas restrições têm sido aplicadas. É inegável, todavia, que Pequim incentiva muito mais esse tipo de investimento que as transações financeiras. A denominação em sua própria moeda facilita a operacionalização e pode aumentar o estoque de capital chinês no exterior. A atração de investimento industrial externo continua sendo fomentada pelo governo central, portanto denominar ao menos parte desse fluxo em moeda nacional uniria ambos objetivos. Não é surpresa, então, que esse programa não sofreu muita interferência. Entretanto, cabe destacar que esses investimentos, tanto “*in*” quanto “*out*”, também apresentam limitações para setores classificados como sensíveis pelas autoridades.

Para incentivar o uso do *renminbi* como reserva internacional, bancos centrais foram autorizados a acessar o mercado interbancário chinês. Esse acesso depende de um acordo entre a entidade estrangeira e o BPC, mas depois de aprovado, não há nenhuma restrição à operação. Além disso, muitos desses bancos centrais também acertaram *swaps* cambiais com a China, tendo garantida uma linha de liquidez adicional caso necessitem – e queiram – utilizar o RMB como moeda de intervenção.

O comércio internacional também pode ser denominado e liquidado em RMB, se ambas as partes concordarem. O programa que regulamenta esse ponto não apresenta restrições quanto a valores ou mercados em que a moeda pode ser utilizada. Inclusive, desde a instauração dos arranjos de compensação das operações em RMB em vários centros financeiros, a partir de 2012, as transações comerciais entre terceiros (não envolvendo nenhuma instituição chinesa em uma das pontas, apenas na mediação) podem ser pagas em RMB, teoricamente. Os bancos públicos designados como *clearings* são autorizados a realizar transações de fundos originados do programa de liquidação comercial, assim como prover crédito, financiar exportações e importações, e outras operações rotineiras. Entretanto, essa possibilidade é muito incipiente, e ainda não foi efetivamente posta em prática. Não se sabe a sua total abrangência, ou as dificuldades técnicas que podem existir, até o que os mercados privados decidam utilizar o arranjo.

O advento do CIPS pode mudar esse panorama, mas ele também se encontra em fase inicial de implantação. Até o presente, poucos bancos (na maioria chineses, ou filiais de bancos estrangeiros instaladas na China) foram cadastrados a utilizar esse sistema. Além do mais, ele ainda possui muitas dificuldades operacionais. O sistema CIPS, assim, não substitui os arranjos de compensação já acordados, mas vem para servir como uma ferramenta técnica

da expansão do RMB. Apesar da possibilidade teórica, no curto prazo esse sistema também não será capaz de rivalizar ou desbancar o padrão SWIFT de comunicação entre instituições.

O acesso de estrangeiros ao mercado de capitais chinês foi um dos setores que mais experimentou evolução. Até o início dos anos 2000, agentes externos apenas tinham permissão de transacionar em ações do tipo “B”, que apresentavam volume e diversificação muito pequenos em relação ao total da capitalização das empresas chinesas. A partir do programa QFII, de forma bastante gradual, os controles foram sendo seletivamente levantados. No momento, o investimento de não residentes é bastante aberto, ainda que deva passar por canais específicos designados pelo governo. Esses canais foram aumentados em número e alargados, apesar de persistirem como ferramenta de controle. Assim, as aplicações estrangeiras estão sujeitas aos sistemas de cotas QFII e RQFII, ou aos limites impostos pela conexão das bolsas domésticas com a de Hong Kong.

As FTZ são, pela própria definição, o que mais se aproxima de uma extinção total dos controles de capitais. Ainda assim, o experimento máximo que o governo chinês se propôs a fazer também conta com uma lista negativa de setores onde a participação estrangeira é limitada. Mas mesmo essas zonas são circunscritas geograficamente, e também apresentam restrições setoriais.

Fato importante é que continuam a existir duas taxas de câmbio (CNY e CNH) para o *renminbi*. Mesmo com uma maior integração dos segmentos *offshore* e continental, a persistência de uma cotação diferente, dependendo de onde a moeda é transacionada, indica que a separação entre esses mercados se mantém. O *spread* entre ambas vêm diminuindo desde 2011, chegando a ser quase imperceptível em alguns momentos. Contudo, a instabilidade nos mercados financeiros chineses em 2015 fez aumentar novamente a margem de diferença, confirmando que os controles de capital ainda se aplicam.

Utilizando a taxonomia de papéis internacionais, vislumbra-se que apesar dos avanços, a moeda chinesa continua a ter uma utilização baixa em quase todas as funções. A participação no giro diário dos mercados cambiais foi de 4% em 2016, contra 88%³⁷ do dólar. Em quinze anos, passou de 35ª para 8ª moeda mais transacionada nesse tipo de mercado, uma evolução certamente impressionante, e bastante acelerada. Ainda assim, permanece bem abaixo da posição da moeda central (BIS, 2016a).

³⁷ Novamente, de um total de 200%, o que indica que o dólar segue presente, ao menos em uma das pontas, em quase todas as transações desse tipo de mercado.

Quadro 4 – Volume médio diário de transações no mercado cambial de balcão, dez moedas mais utilizadas em 2016 (US\$ bilhões)

Moeda	2001		2004		2007		2010		2013		2016	
	Valor	%										
Dólar americano (USD)	1,114	90	1,702	88	2,845	86	3,371	85	4,662	87	4,438	88
Euro (EUR)	470	38	724	37	1,231	37	1,551	39	1,79	33	1,591	31
Iene (JPY)	292	24	403	21	573	17	754	19	1,235	23	1,096	22
Libra esterlina (GBP)	162	13	319	16	494	15	512	13	633	12	649	13
Dólar australiano (AUD)	54	4	116	6	220	7	301	8	463	9	348	7
Dólar canadense (CAD)	56	4	81	4	143	4	210	5	244	5	260	5
Franco suíço (CHF)	74	6	117	6	227	7	250	6	276	5	243	5
Renminbi (CNY)	0	0	2	0	15	0	34	1	120	2	202	4
Coroa sueca (SEK)	31	2	42	2	90	3	87	2	94	2	112	2
Peso mexicano (MXN)	10	1	21	1	44	1	50	1	135	3	97	2

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em BIS (2016b).

No comércio mundial, a participação do RMB, medida pelo valor das transações, foi ao redor de 0,5% em 2015, em 11º lugar entre todas as moedas, enquanto o dólar continua no topo, respondendo por cerca de 50% (SWIFT, 2015). Cumpre atentar que a China representa basicamente a mesma fatia que os EUA nas transações comerciais, respondendo ambos por cerca de 10% das transações desse tipo – o que demonstra o dólar é muito mais importante para a rede de comércio global (WORLD TRADE ORGANIZATION, 2016).

Com relação à função de referência para a taxa de câmbio de outras moedas, é interessante notar que Subramanian e Kessler (2013) concluem que o RMB já é a principal unidade a que os países do Leste Asiático buscam atrelar suas moedas. Assim, existiria um “bloco do *renminbi*” na região, em termos de ancoragem cambial. Mas fora do espaço geográfico asiático, o dólar e o euro ainda desempenham papel muito maior que a moeda chinesa como referência para movimentos cambiais (SUBRAMANIAN; KESSLER, 2013).

Em termos de participação nas reservas oficiais, a rede de acordos de *swaps* cambiais e o acesso dos bancos centrais ao mercado interbancário chinês permitiu que alguma porcentagem fosse mantida em RMB. De basicamente nada ao início no processo, a moeda chinesa soma cerca de 1% das reservas declaradas junto ao FMI em 2017. Entretanto, é apenas a 7ª moeda utilizada para esses fins, atrás do dólar australiano e do dólar canadense, por exemplo. Enquanto isso, o dólar norte-americano responde por 62% (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2017b).

Quadro 5 – Participação das moedas na composição das reservas oficiais

Moeda	2001	2007	2012	2016	2017
Dólar americano	71,5%	63,8%	61,4%	65,3%	62,7%
Euro	19,1%	26,1%	24%	19,1%	20,1%
Iene	5%	3,1%	4%	3,9%	4,8%
Libra esterlina	2,7%	4,8%	4%	4,3%	4,5%
Dólar canadense^a	-	-	1,4%	1,9%	2%
Dólar australiano^a	-	-	1,4%	1,6%	1,8%
Renminbi^b	-	-	-	1%	1,2%
Franco suíço	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%
Outras moedas	1,3%	1,8%	3,2%	2,3%	2,4%

^a Passaram a ser contabilizados individualmente a partir de 2012.

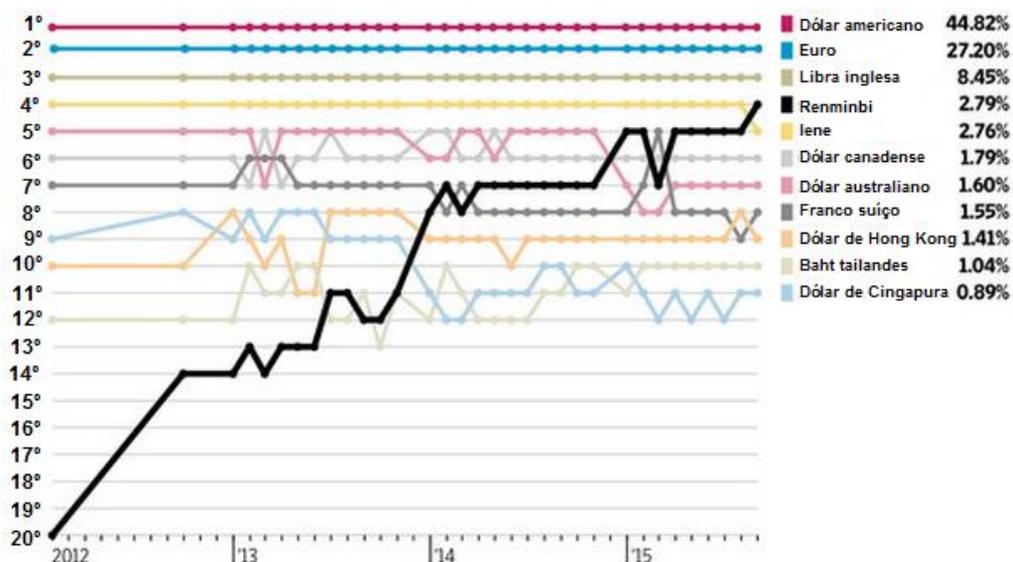
^b Passou a ser contabilizado individualmente a partir de 2016.

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em IMF (2017b).

Mesmo após mais de uma década em que o projeto de internacionalização plausivelmente foi planejado e as primeiras ações foram tomadas, o RMB não logrou uma posição de grande destaque. Certamente houve avanços: de praticamente zero no início dos anos 2000, passou a consistentemente ser mais utilizado em nível internacional. Os dados dos mercados cambiais, denominação do comércio internacional e participação nas reservas oficiais atestam o progresso face à vontade de aprofundar o papel sistêmico dessa moeda. O RMB parece ter atingido sua máxima utilização em 2015, quando superou o iene e tornou-se a quarta moeda mais transacionada em todas as funções, atrás do dólar, euro e libra. Entretanto, mesmo aí, sua participação geral não superou 3% (ALBANESE, 2015).

Há que se levar em conta o fator de inércia que atua sobre o sistema monetário internacional. O lapso de tempo transcorrido é pequeno, dado a magnitude das mudanças. O processo de reformas na China, desde a década de 80, tem sido caracteristicamente gradual e focado no longo prazo. Desse modo, deve-se esperar, a princípio e se as condições permanecerem semelhantes, uma continuidade do projeto de internacionalização do RMB. De qualquer maneira, o avanço da moeda chinesa é considerável. Ainda que os dados empíricos demonstrem que sua utilização concreta não esteja próxima das previsões de desbancar o dólar, o crescimento foi extraordinário em uma década e meia. Se avaliado pela hipótese de que a China não deseja que o *renminbi* destrone aquela moeda, mas sim que atinja um patamar de importância que possibilite diminuir sua dependência direta da moeda e do sistema financeiro norte-americano, o projeto de internacionalização parece bem conduzido.

Figura 12 – Ranking de utilização global das moedas, agosto de 2015



Fonte: Albanese (2015), modificado pelo autor.

Os impactos dessa ascensão vertiginosa não podem ser descartados. Ao menos no nível simbólico, o crescimento da moeda chinesa tem ganhado espaço nas discussões acadêmicas, políticas e macroeconômicas, assim como nas considerações (futuras) dos mercados privados. Os debates sobre a possibilidade de o RMB superar o dólar, ainda que um tanto exagerados, são testemunhos da repercussão causada.

Em novembro de 2015, após anos de especulação e movimentos políticos, o *renminbi* foi incluído pelo FMI na cesta de moedas que compõe o DES. Este acontecimento pareceu coroar a trajetória vitoriosa da moeda chinesa e sedimentar sua importância na hierarquia internacional. Mas ele também refletiu claramente os determinantes e a estratégia do projeto chinês. As negociações políticas tiveram papel maior que as determinações técnicas – o peso do RMB na nova ponderação da cesta é maior que a libra e o iene, por exemplo, mesmo que essas moedas sejam mais utilizadas nos critérios elencados pelo FMI (PRASAD, 2017).

Embora os DES tenham pouca importância efetiva no sistema monetário internacional, a adição do RMB na cesta de moedas gera efeitos tangíveis, mesmo sendo uma marca “simbólica”. Outros países têm agora ainda mais incentivos para reter reservas internacionais em moeda chinesa – uma parte do aumento de sua utilização nessa função pode ser atribuída à inclusão nos DES. Ademais, as estatísticas do FMI passaram a segregar o RMB da categoria “outras moedas”, permitindo acompanhar melhor a evolução de sua utilização, e servindo como uma ferramenta indireta de promoção do projeto por parte das autoridades chinesas. Também foi mais uma demonstração do comprometimento de Pequim

com a internacionalização monetária, deixando claro que o governo está disposto a amplos movimentos políticos para alcançar seus objetivos.

Ainda assim, o RMB permanece longe de igualar o peso que a China tem no sistema internacional. Como demonstrado, levando em conta o PIB, rede de comércio, tamanho dos mercados financeiros e poder geopolítico, o país é certamente a segunda potência mundial. Mesmo a abertura dos segmentos financeiros domésticos, quesito onde a China encontrava-se bem atrás dos outros emissores de moedas importantes, vem apresentando grande evolução. Uma das características do padrão dólar-flexível é que ele é aberto à circulação de outras moedas, sem que isso abale sua estrutura fundamental. Contudo, também se tem que a persecução da internacionalização do *renminbi* segue um ritmo intencionalmente gradual e com horizonte de execução de longo prazo. Além do mais, a intenção chinesa com seu projeto de internacionalização monetária não parece ser de confrontação direta com os EUA. Conclui-se que este parecia estar se encaminhando para a direção desejada, e que as autoridades chinesas estariam satisfeitas com seu andamento – embora não pareça estar em vista uma tentativa de competir diretamente com o dólar.

Entretanto, depois daquele momento culminante, a utilização internacional do RMB retrocedeu. Turbulências recentes fizeram decair o papel sistêmico que a moeda chinesa havia alcançado. Como parte dos acordos com o FMI, o governo chinês promoveu certa liberalização nos setores financeiros e na taxa de câmbio, de forma de aumentar o acesso de estrangeiros ao RMB e torná-lo mais “livremente utilizável”, no jargão da entidade (PRASAD, 2017). Isso levou a movimentos especulativos contra a moeda e aumento no *spread* entre CNY e CNH. Esse seria só o prenúncio de uma série de instabilidades, tanto de origem doméstica quanto internacional, que viriam a atingir o *renminbi*. Como consequência dessas, a posição do RMB na hierarquia internacional diminuiu nos últimos anos. Assim, pode-se concluir, de modo parcial, que esta moeda não logrou consolidar um lugar dentre as moedas sistemicamente importantes, a despeito de sua ascensão espetacular.

4.8 A reversão do processo

Desde o início da implantação do projeto de internacionalização, este tem sido bastante linear. Apesar de gradual, ele não apresentou grandes retrocessos, e mesmo os episódios de desaceleração ou mesmo estagnação foram períodos curtos, sem maiores repercussões. Mas ele também não atravessou muita instabilidade, tanto doméstica quanto internacional. A deterioração da situação fiscal de países da zona do euro não chegou a afetar

a China do mesmo modo que a crise de 2008, apesar de também ter ocasionado retração de suas exportações. A despeito de ter gerado muita tensão, a crise diplomática produzida pelas disputas territoriais no Mar do Sul da China não escalonou para um conflito maior.

Contudo, entre o final de 2014 e meados de 2015, o cenário internacional tornou-se mais delicado para a China. Uma conjunção de vários fatores, como crises políticas e desequilíbrios econômicos na América Latina, a aprovação da saída do Reino Unido da União Europeia, a eleição de Trump com a promessa de maior assertividade frente à China, a iminência do aumento da taxa de juros norte-americana, entre outros, causaram maior apreensão nos mercados financeiros mundiais. Causas domésticas à China também se somaram para diminuir a confiança dos investidores externo nos ativos em RMB, como uma diminuição da perspectiva de crescimento no curto prazo, e uma maior volatilidade no setor financeiro nacional (BLOOMBERG NEWS, 2017; STEIL; SMITH, 2017).

Com a economia mundial em alerta, o dólar se valorizou, retomando seu papel de porto seguro do sistema, e as moedas periféricas se desvalorizaram em contraparte. Simultaneamente as perspectivas de valorização do RMB diminuíram e os investidores internacionais começaram a transformar seus fundos nessa moeda de volta a ativos mais seguros. A fuga de capital, tanto da China continental quanto dos mercados *offshore*, fez a tendência de depreciação do RMB se intensificar. Na realidade, após atingir o pico de valor contra o dólar no início de 2014, o *renminbi* passa a se desvalorizar por todo o ano de 2015 e 2016. Seu valor internacional atinge, em dezembro deste último ano, o menor patamar desde a crise de 2008 (HUGHES, 2016; WILDAU; MITCHELL, 2016).

Figura 13 – Câmbio USD/CNY, setembro de 2008 a dezembro de 2016



Fonte: Macrotrends (2018).

Para atenuar esses fluxos de saída de capital e a tendência de desvalorização da moeda, o governo central fez dois movimentos. Em primeiro lugar, voltou a reprimir o setor financeiro, aumentando os controles e a supervisão tanto das operações domésticas quanto, principalmente, das transações internacionais. Esse maior aperto sobre o mercado financeiro teve fortes consequências sobre o uso internacional do RMB. Em segundo lugar, a China passou a usar suas reservas internacionais para sustentar o valor de sua moeda. A diminuição do estoque de reservas internacionais, a reimposição de controles sobre a conta capital e o aperto sobre o sistema financeiro suscitaram mais dúvidas sobre a estabilidade e as perspectivas otimistas quanto à economia chinesa e sua moeda.

Para enfrentar essa desconfiança externa, o governo passou então a atacar os problemas que geravam certa fragilidade financeira nos mercados domésticos. Assim, o desenvolvimento dos segmentos financeiros (tanto continental quanto *offshore*) foi restringido, e a atenção das autoridades focou-se na regulação e supervisão das atividades. Efetivou-se um aperto da oferta de crédito, aumentando o custo da tomada de recursos, visando diminuir a expansão de empréstimos duvidosos e desalavancar os agentes internos (BLOOMBERG NEWS, 2017). Visto que a maior parte do crédito está concentrada nos empréstimos dos grandes bancos públicos, e o governo tem participação ativa no mercado de capitais através das ações não negociáveis de empresas públicas, essa tática é factível e logrou alcançar, ao menos parcialmente, os objetivos de curto prazo.

Além disso, Pequim voltou a introduzir controles de capital, de forma sistemática, pela primeira vez desde o início do projeto de internacionalização do RMB. As restrições aplicam-se sobretudo para as saídas de capital, mas também foram impostas sobre os influxos em direção à China continental, visando diminuir a volatilidade geral dos movimentos cambiais. Assim, além de usar suas reservas internacionais, o governo buscava frear a trajetória de depreciação da moeda ao dificultar a saída de posições em RMB (HORNBY, 2017; HUGHES, 2016; STEIL; SMITH, 2017).

A partir de 2015, as autoridades regulatórias chinesas passaram a impor maiores limitações também para a saída de capital de empresas chinesas. Algumas medidas administrativas visavam apenas dificultar a retirada de fundos, aumentando os requerimentos para investimentos externos (HORNBY, 2017). Outras ações foram mais longe, como a suspensão de novas cotas do programa QDII (HERRERO; SIU, 2017). Além disso, aumentou-se a vigilância sobre grandes aquisições de portfólio feitas por empresas chinesas no exterior. Ainda que controles mais duros (como multas ou suspensão da participação em

programas de investimento externo) tenham sido aplicados somente sobre transações consideradas suspeitas ou de baixo interesse nacional, a medida sinalizava um recrudescimento da disposição das autoridades, e assim serviu para diminuir o apetite de investidores chineses em suas operações internacionais (BLOOMBERG NEWS, 2017; WILDAU; MITCHELL, 2016).

Os operadores estrangeiros que mantiveram recursos em moeda chinesa, por outro lado, começaram a enfrentar embaraços para repatriar o capital investido. Os requerimentos tornaram-se maiores, e os procedimentos mais burocráticos, visando desestimular essas saídas. O governo também passou a dificultar operações cambiais com RMB nos mercados globais, restringindo sua oferta (HUGHES, 2016). Em contrapartida, foram promulgados incentivos para a repatriação dos lucros e dividendos de empresas chinesas no exterior. Com isso, a China buscava equilibrar os fluxos de entrada e saída, por meio dos controles, para evitar a fuga de capital e maior desvalorização de sua moeda (HORNBY, 2017).

Ao mesmo tempo, e apesar desses esforços, o RMB apresentou desvalorização contínua do segundo semestre de 2015 até o início de 2017. Após nova rodada de aumento dos juros aprovada pelo FED, a moeda chinesa atinge sua menor cotação contra o dólar em quase uma década. Apesar de todas as reformas financeiras, inclusive nos mecanismos de formação da taxa de câmbio, o BPC não abandonou a política de intervenção cambial. Assim, começou a utilizar o estoque de reservas internacionais para sustar a desvalorização do RMB (MITCHELL; RENNISON; PLATT, 2016; STEIL; SMITH, 2017).

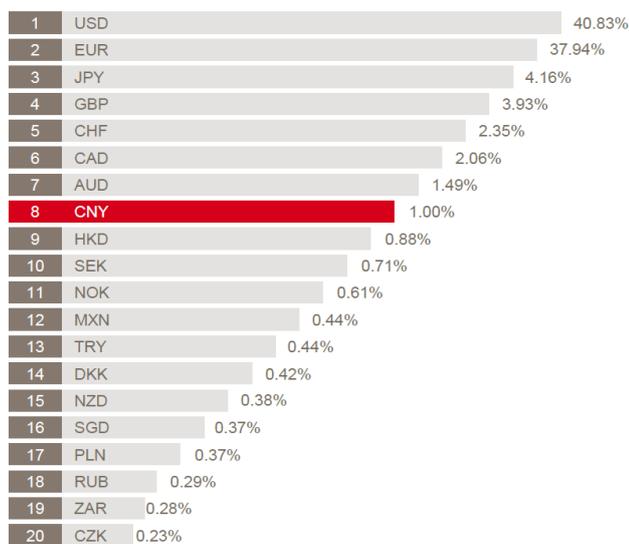
Não obstante esse movimento, a pressão dos mercados privados foi enorme. A China exauriu cerca de um quarto de suas reservas defendendo o valor internacional de sua moeda. De um pico de quase US\$ 4 trilhões em 2014, elas chegaram a pouco mais de US\$ 3 trilhões ao final de 2016. Em outubro daquele ano, a China deixou de ser o maior detentor de títulos do Tesouro americano (que formam a maior parte das reservas internacionais do sistema monetário), sendo ultrapassado pelo Japão. Mesmo assim, o RMB deprecia mais de 15% no mesmo período (MITCHELL; RENNISON; PLATT, 2016).

A turbulência que atingiu o setor financeiro da China no período, assim como as próprias medidas para enfrentá-la, afetou a posição internacional do *renminbi*. A desvalorização fez diminuir a demanda por ativos denominados nele. A restituição de controles de capitais estreitou a possibilidade de investidores externos utilizarem essa moeda para suas transações. Além disso, o conjunto da situação gerou um aperto da liquidez nos mercados *offshore*, principalmente Hong Kong (HORNBY, 2017). Apesar da expansão do

acesso ao mercado financeiro da China continental, o setor *offshore* continua sendo o principal eixo das operações em RMB realizadas por não residentes.

Assim, a internacionalização do RMB retrocedeu. Em praticamente todos os indicadores, seu uso diminuiu. No comércio exterior do próprio país, a liquidação em moeda nacional caiu de um pico de mais de 30% em meados de 2015 para cerca de 15% ao final de 2016. O investimento externo chinês denominado em RMB chegou a um fluxo de quase 700 bilhões no primeiro trimestre de 2014, mas caiu a menos de 100 bilhões no final de 2016. O total de ativos em Hong Kong denominados nessa moeda se reduziu em cerca de 30%, e os depósitos bancários diminuíram em 45% (HERRERO; SIU, 2017). Ao todo, a participação do RMB nos pagamentos internacionais, em todas as funções, caiu quase 30%. A moeda chinesa, que havia alcançado a quarta posição no ranking elaborado pela SWIFT, é ultrapassada pelo dólar australiano, dólar canadense e franco suíço (HORNBY, 2017; SWIFT, 2018), que não contam com um apoio explícito de seus governos para fomentar sua internacionalização.

Figura 14 – Ranking de utilização global das moedas, fevereiro de 2018



Fonte: SWIFT (2018, p.4).

A resposta para uma queda tão abrupta do interesse na moeda chinesa parece se relacionar, novamente, com a trajetória da taxa de câmbio. Como já apontado, esse tem sido, até aqui, um dos grandes motivos de validação pelos mercados financeiros privados para o projeto de internacionalização do RMB. Assim, tal obstáculo não foi superado definitivamente. O impulso que as autoridades chinesas imprimiram para a utilização internacional de sua moeda coincidiu com um período de valorização desta: entre 2005, quando o regime cambial foi alterado e passou-se a permitir uma leve mas contínua

apreciação, e 2014, quando atingiu seu valor máximo, o RMB valorizou-se mais ou menos 37% em relação ao dólar. No mesmo período, o PIB da China aumentou cerca de cinco vezes (CINTRA; SILVA FILHO, 2015; THE WORLD BANK, 2017a).

É claro que a concepção de um projeto de internacionalização monetária e a década de crescimento vigoroso, valorização cambial e perspectivas otimistas não são coincidência. O governo chinês soube ler o momento, tanto doméstico quanto internacional, e aproveitou-se de uma situação favorável, para lançar seu projeto. Entretanto, apesar do avanço nas reformas financeiras e da maior abertura dos controles de capitais, muito do entusiasmo em relação ao *renminbi* parece continuar atrelado à sua perspectiva de valorização.

Com uma maior e progressiva conversibilidade, os agentes internacionais adquiriram ativos denominados em RMB para auferir ganhos cambiais e com arbitragem nos diferenciais entre as taxas *offshore* e doméstica (HE, 2015). Quando a trajetória de apreciação se reverteu, os investidores correram para converter seus ativos em moeda chinesa para moedas mais seguras, especialmente dólar. Afora a expectativa de comprar a um preço mais baixo um título que deve se valorizar, o *renminbi* não parece apresentar, ao menos no presente, muitos atrativos aos olhos dos mercados financeiros mundiais.

O RMB, assim, não atingiu um patamar destacado, nem desempenha atualmente de forma relevante as funções de moeda internacional, conforme o objetivo chinês. Seu maior uso, principalmente nos mercados privados, seguiu uma estratégia de diversificação de risco: quando as expectativas de ganhos diminuíram, os agentes correram para ativos considerados seguros. Os determinantes de uma moeda internacional, mesmo que tenham se movido favoravelmente para a China nos últimos anos, ainda não parecem suficientes (aos menos na visão dos operadores privados) para fixar o RMB na primeira linha na hierarquia monetária.

Assim, a moeda chinesa não atingiu, até o momento, os objetivos propostos pelo projeto de internacionalização. Sua posição na hierarquia internacional não chegou a servir para que a China tenha capacidade decisiva de atuar frente a turbulências no sistema financeiro globalizado. Pelo contrário, o próprio caminho perseguido pareceu exacerbar uma posição vulnerável do sistema financeiro chinês. As medidas tomadas para enfrentar esses desequilíbrios nos últimos anos diminuíram o escopo para a utilização do RMB. Apesar da várias ações para alavancar a internacionalização, a estabilidade da economia doméstica permanece sendo um objetivo acima de todos os demais. As autoridades em Pequim parecem estar dispostas a sacrificar o objetivo de mais longo prazo da internacionalização do RMB para assegurar o objetivo mais urgente de estabilizar o valor da moeda e assegurar a

continuidade do crescimento interno. Novamente, a experiência japonesa ressoa muito forte, e o governo chinês não deve retomar um caminho que entende levar a outro processo de desequilíbrio no mercado financeiro.

A situação financeira e cambial da China tem se estabilizado a partir de 2017. A cotação do *renminbi* voltou a uma trajetória de apreciação contra o dólar, e o país voltou a acumular reservas internacionais. Mas o projeto de internacionalização parece estar estancado, no momento. Não se demonstrou grande ímpeto para continuar a trajetória de maior conversibilidade do RMB. As reformas e abertura da conta capital foram postas em plano secundário, pois a estabilidade interna ainda é mais premente que um papel mais ativo do RMB no plano internacional.

Entretanto, esse não necessariamente é o fim da linha para o projeto chinês de internacionalização monetária. As reformas empreendidas até o presente momento não foram revertidas, e apesar da reintrodução de alguns controles de capital, o regime de restrições encontra-se bem mais aberto que no início do processo. A estratégia perseguida pode ser ajustada, desacelerada, ou talvez revertida, sem que isso traga grandes consequências para a estabilidade interna – afinal, o mercado financeiro doméstico permanece relativamente insulado. Apesar de toda tensão no setor externo da economia chinesa, com desvalorização cambial e fuga de capitais, o setor doméstico não apresentou maiores problemas durante os anos recentes. As instabilidades que efetivamente ocorreram foram revertidas rapidamente, sem efeitos duradouros aparentes. Isso não quer dizer que o sistema financeiro chinês é imune a choques externos, ou que não existam distúrbios que podem provocar uma crise de maior porte. As autoridades chinesas demonstram plena ciência dessa possibilidade. Mas, até aqui, o processo foi deliberadamente conduzido de modo a tentar evitar essas consequências negativas, e aparentemente logrou sucesso em evitar crises profundas.

A estratégia proposta para a internacionalização do RMB é gradual, e não há indícios de que se planeje uma liberalização plena da conta de capitais, ao menos no curto prazo. Assim, essa primeira grande fase do projeto pode ter servido de laboratório de experimentação, prestando-se como mecanismo de ajuste e informação ao governo chinês para sua atuação no sistema financeiro globalizado. Com uma possível mudança do padrão de desenvolvimento interno, que vem sendo perseguida há mais de uma década, e alterações duradouras no cenário global, a internacionalização pode servir como propulsora de reformas financeiras de maior vulto e da relação da China com o mundo (EICHENGREEN; KAWAI, 2014; HE, 2015). Isso pode dar um novo impulso a uma possível internacionalização futura

da moeda chinesa. Como em outros setores da economia onde houve reformas, parece ser adotada uma perspectiva de “um passo atrás, dois à frente”. Uma vez que a China não atingiu o objetivo proposto de ampliar seu raio de manobra dentro do sistema monetário internacional, o processo de internacionalização do RMB pode seguir em ritmo lento, ser ajustado, ter sua estratégia completamente alterada ou mudar totalmente seus objetivos, mas não deve ser inteiramente abandonado.

5 Conclusão

O projeto de internacionalização do RMB é um dos aspectos mais elusivos na trajetória de desenvolvimento chinês. Seus objetivos, estratégia, métodos e ações estão intrinsecamente ligados a outras circunstâncias do processo de reformas por qual o país vem passando desde a década de 1980, assim como às condições geopolíticas do período e à formatação do sistema monetário do dólar-flexível. Entretanto, as discussões, acadêmicas e políticas, sobre o tema são geralmente marcadas por uma dicotomia: ou o RMB desbancará o dólar como a moeda-chave do sistema, ou a China não se comprometerá com as reformas necessárias, e sua moeda continuará sem importância global. Tais conclusões parecem advir de um entendimento que a internacionalização do *renminbi*, inequivocamente, busca fazê-lo alcançar o patamar mais alto da hierarquia monetária internacional e competir diretamente com a moeda americana pelo posto.

O presente trabalho procurou elucidar as motivações e os objetivos chineses com esse projeto. Não se identifica nessa iniciativa uma estratégia para levar a moeda chinesa a desbancar a posição hegemônica do dólar, ou mesmo a competir com ele. O projeto de internacionalização do RMB tem um caráter menos disruptivo: visa diminuir a dependência direta da China frente à moeda americana e, com isso, aumentar sua capacidade de resistir às instabilidades inerentes ao padrão monetário e financeiro atual, assim como poder reagir, de maneira mais eficaz, às crises que se apresentarem. De modo secundário, também pretende apoiar a atuação externa dos capitais chineses, sustentando assim uma maior e mais ativa participação do país no circuito financeiro global.

As vantagens advindas de uma moeda internacional, principalmente uma maior flexibilidade para a política macroeconômica e maior capacidade de influência no sistema, certamente são bem-vindas. Elas parecem se encaixar perfeitamente com o papel que a China busca retomar na geopolítica internacional. Mas o país tem presente que um processo de internacionalização monetária também pode ter consequências sérias. O declínio da economia japonesa, tida até a década de 1980 como desafiante da posição hegemônica dos EUA, está muito associado com sua abertura externa de modo a escoar o capital doméstico e aumentar a demanda pelo iene. A China não parece estar disposta, até o momento, a realizar reformas mais amplas que promovam uma mudança profunda no seu modelo de desenvolvimento (principalmente na gestão financeira), mas que seriam importantes para promover um papel mais significativo para o RMB na arena internacional. Assim, nota-se certa tensão latente entre a internacionalização monetária e a sustentação do crescimento e estabilidade internos

(ao menos dentro dos cânones do modelo macroeconômico executado até aqui), com a preferência recaindo sobre os últimos.

A origem de um desconforto com uma sujeição “excessiva” ao dólar tem relação com a própria estrutura do regime monetário baseado em um dólar-flexível, assim como com a impressionante trajetória de crescimento da China desde a década de 1980. Neste padrão a moeda norte-americana é o validador final de todas as transações no ambiente globalizado. Mesmo que esse ordenamento se apresente aberto à circulação de várias moedas internacionais, todas elas têm, em última instância, conversibilidade com o dólar.

O sistema monetário internacional, assim, apresenta um forte caráter hierarquizado. A moeda americana ocupa o topo, com seu sistema financeiro fazendo o papel de reciclador, e o FED de regulador, dos fluxos globais de capital. Outras moedas são largamente conversíveis, como o euro, o iene e a libra, prestando-se a desempenhar funções internacionais em grande medida. Abaixo dessas, aí incluso o RMB, as outras moedas são utilizadas marginalmente e em condições específicas. O objetivo chinês é elevar o *renminbi* da posição de moeda periférica, utilizada apenas em situações pontuais (principalmente para ganhos financeiros imediatos através de arbitragem), para um patamar em que ele fosse empregado rotineiramente nas transações internacionais, mesmo que num nível abaixo daquele apresentado pelo dólar.

A hierarquia monetária reflete a distribuição de capacidades no sistema internacional. As moedas utilizadas no cenário global, especialmente aquela que exerce o papel de moeda-chave, são determinadas por uma série de fatores políticos e econômicos. Apesar de muita discussão sobre seu declínio, os EUA continuam sendo, no presente, a grande potência mundial. Sua economia é a maior do planeta, muito integrada ao restante do sistema, e seu mercado financeiro permanece o mais desenvolvido, aberto e líquido do mundo. O poderio militar norte-americano é incomparável por outros países, e os EUA continuam tendo proeminência nos organismos internacionais. Assim, mesmo que esses determinantes tenham se movido favoravelmente à China nos últimos anos, e ela tivesse a intenção de fazer sua moeda rivalizar com o dólar, esse objetivo dificilmente seria plausível no momento atual.

Em realidade, o país alcançou uma inserção favorável no sistema financeiro globalizado regido pelo dólar. O crescimento da economia chinesa, a partir das reformas econômicas no final da década de 1970, esteve sobreposto a uma situação geopolítica específica, pautada pelo padrão dólar-flexível. A China auferiu grandes benefícios desse regime monetário e financeiro internacional, acoplando o padrão de funcionamento do

sistema ao seu próprio paradigma de desenvolvimento calcado no investimento interno. Assim, recebeu fluxos de investimento produtivo e montou uma engrenagem de exportação de bens para as economias desenvolvidas, peças importantes no crescimento chinês. Entre outras condições, tal desenvolvimento foi possível também pela gestão financeira operada pelo Estado chinês, contando com um extenso regime de controles sobre a conta capital – com a anuência dos EUA, emissor da moeda-chave global. Durante mais de duas décadas, o crescimento chinês esteve baseado em um modelo com forte repressão financeira e comando do Estado sobre transações desse tipo.

Com a virada do século, por uma série de fatores, o país passou a buscar também um papel mais ativo nos mercados financeiros globais. O setor doméstico foi sendo parcialmente aberto à participação estrangeira, enquanto o governo incentivava a extroversão do capital nacional. Nesse contexto surgiu a iniciativa de criar um mecanismo de atuação mais proeminente frente ao sistema monetário globalizado. A China, assim como todos os agentes que operam nesse sistema, encontra-se largamente dependente do dólar para realizar suas transações internacionais, e da política macroeconômica dos EUA para manejar a liquidez e regular o funcionamento deste.

Assim, as autoridades chinesas implementaram um projeto de internacionalização de sua própria moeda, como forma de atenuar sua dependência direta do dólar. O país apresenta boas credenciais para postular uma posição de maior destaque para o RMB: uma economia pujante, bem integrada aos mercados mundiais (ao menos no quesito comercial e de investimentos produtivos), estabilidade macroeconômica, mercados financeiros com grande volume (ainda que apresentem pouca diversidade de instrumentos e instituições, se comparados a outros países), e poder geopolítico considerável. Entretanto, seu sistema financeiro é bastante fechado à participação estrangeira, apartado do restante do sistema por um regime de controles de capitais, e com forte atuação do Estado, inclusive refreando o desenvolvimento de certos aspectos de seus mercados. Estes parecem ser os maiores empecilhos para a utilização externa do RMB.

Apesar de o projeto ter se iniciado no começo dos anos 2000, e políticas nesse sentido terem sido aplicadas desde então, a moeda chinesa não havia ganhado muito terreno até 2008. A grande crise financeira, precipitada no mercado imobiliário norte-americano, amplificou as preocupações chinesas com a instabilidade do sistema monetário internacional. Desde então, o país aprofundou seu projeto de internacionalização do RMB, tomando mais ações para

permitir o uso externo de sua moeda. Assim, essa estratégia se configura como uma das mais importantes respostas nacionais à crise financeira internacional de 2008.

Mas, reitera-se, esse processo não se pretende desestabilizador frente à atual configuração do sistema monetário internacional. Não visa desequilibrar ou romper com o padrão dólar-flexível. A China, muito pelo contrário, mantém um grande interesse na estabilidade do atual regime, e tem buscado se mover gradualmente dentro dele, exatamente para evitar tensionamentos maiores que o estritamente necessário. Assim, as políticas empreendidas até aqui lograram aumentar gradualmente a participação do RMB nas transações internacionais, mas ele ainda apresenta importância apenas marginal. O dólar continua sendo a moeda-chave que ancora o sistema, inclusive para a estabilidade macroeconômica da própria China, sem se avistar a existência de competidores.

Apesar de apresentar em larga medida os determinantes elencados para ter uma moeda amplamente conversível, e ter empreendido ações para avançar naqueles em que apresentava baixo desenvolvimento, a China não conseguiu até o momento fixar o RMB entre as mais importantes no sistema. Seu projeto de internacionalização visa diminuir a dependência chinesa frente à moeda americana e, com isso, aumentar sua capacidade de resistir às instabilidades inerentes ao padrão monetário e financeiro atual. Mas esse objetivo, mesmo mais modesto se comparado à visão de que a China estaria tentando destronar o dólar, vem enfrentando obstáculos de monta para ser concretizado.

O maior aprofundamento da internacionalização do RMB irá requerer reformas no mercado financeiro local e maior liberalização da conta capital, se este continuar a ser um objetivo perseguido pela China. O grau exato e a sequência em que isto deveria ocorrer não estão claros, sendo alvos de muita controvérsia na literatura acadêmica. Servem assim como ampla matéria para pesquisas futuras. Porém, a execução de políticas que tragam mudanças profundas nesse sentido não parece estar no horizonte, neste momento. O controle estrito sobre variáveis macroeconômicas e a estabilidade interna continuam a ser prezados acima do uso internacional da moeda, dentro do modelo de crescimento vigente. Isso requer, no entendimento das autoridades chinesas, um relativo insulamento de seu sistema financeiro doméstico e de sua moeda frente aos mercados globalizados.

A China busca então uma “internacionalização controlada” de sua moeda – uma perspectiva que desafia as análises tradicionais puramente econômicas. De modo inédito, busca ampliar o uso internacional do RMB mantendo o sistema financeiro sob estrito controle do Estado e a conta capital pouco aberta, ao menos no curto prazo. Entende-se que, a despeito

de não possuir precedente histórico, esta alternativa é viável, sendo possível construir um mecanismo limitado de internacionalização monetária, visando servir de ferramenta de intervenção em crises financeiras, reciclar as enormes reservas em moeda estrangeira que o país detém, e apoiar as empresas nacionais em suas transações externas (principalmente comerciais), sem, no entanto, promover mudanças profundas no padrão de funcionamento do sistema monetário atual.

Entretanto, manter uma moeda com ampla utilização internacional traz custos e riscos ao Estado emissor. A experiência do Japão parece fundamentar muito do entendimento chinês sobre o caminho e estratégia de internacionalização. Por isso, a China tem prosseguido com cautela. As reformas e medidas de abertura financeira têm sido graduais e seguem um ritmo lento, convivendo sempre com algum tipo de restrição. A maior parte do tempo, o território de Hong Kong tem sido utilizado como “ponta de lança” para a abertura e testagem de um conjunto de medidas. A partir daí, a experiência acumulada pode ser aplicada no mercado continental, de modo a alargar o acesso externo ao *renmimbi* e permitir uma integração entre os mercados *offshore* e doméstico. Mas o Estado chinês não perdeu a capacidade de agir em casos de turbulência, suspendendo ou revertendo os canais de integração entre o sistema financeiro nacional e os mercados globais. Essa prerrogativa foi efetivamente posta em prática a partir de 2015, quando o governo central entendeu como necessária sua intervenção mais direta nos segmentos financeiros.

O objetivo chinês não é fazer sua moeda competir com o dólar. Assim, o RMB figurar muito longe do papel ocupado pela moeda americana não é um resultado negativo ou incongruente com a estratégia, mas esperado. Entretanto, o *renminbi* não atingiu nem mesmo a intenção esposada pela China, de transformá-lo em um mecanismo de atuação frente às instabilidades do sistema monetário. Apesar de ter atingido patamar destacado no cenário mundial, mesmo no ápice de sua internacionalização a utilização do RMB ainda era muito baixa, e dava-se em grande medida por expectativas de ganhos financeiros de curto prazo.

Em realidade, o próprio o projeto de internacionalização parece ter levado à vulnerabilidade financeira recente. A correlação entre abertura externa e tensões nos mercados financeiros domésticos também deve ser investigada mais a fundo do que foi feito neste trabalho. Mas parece seguro afirmar que, no caso recente da China, houve certa influência de uma variável sobre outra, e a internacionalização foi afetada negativamente pela abertura financeira.

De todo modo, a possibilidade de agentes externos adquirirem títulos e ativos em RMB expôs o segmento financeiro da China continental a maior volatilidade, mas sem que sua moeda tenha superado a condição de ser demandada muito pelas expectativas de valorização cambial. Mesmo no pico de sua utilização internacional, o *renminbi* respondia por uma porção muito pequena de todas as trocas internacionais. Assim, ele não parece ter ultrapassado a posição de ativo especulativo, nem se fixado como uma moeda internacional relevante, desempenhando as funções relativas. Os agentes internacionais, principalmente privados, ainda procuram a moeda chinesa mais como diversificação de portfólio do que como uma ferramenta confiável para efetuar suas transações e depositar sua riqueza. E ao permitir o acesso a ativos denominados em *renminbi*, o projeto para alavancar sua relevância internacional externou certas fragilidades do sistema financeiro doméstico chinês.

Essas turbulências no mercado chinês, a partir de 2015, sustaram a continuidade da internacionalização. As autoridades se voltaram para regulação e supervisão mais rigorosas dos atores domésticos, buscando frear a alavancagem e exposição ao risco de certos setores financeiros, confrontando mais duramente as causas dos desequilíbrios. A reintrodução de controles de capitais, a diminuição do estoque de reservas e a reversão das expectativas de valorização cambial afastaram investidores internacionais de posições em RMB. Sua utilização internacional retrocedeu em todas as funções, e não se apresentaram novas medidas para fomentar o uso do *renminbi*.

Até o momento, o projeto parece estar paralisado, sem que a China conseguisse atingir seu objetivo de tornar o RMB um mecanismo de atuação eficiente no ambiente monetário internacional. Resta acompanhar a continuidade do projeto. A situação financeira do país se normalizou a partir do início de 2017, abrindo espaço para uma eventual retomada. Outros desenvolvimentos, não diretamente voltados à internacionalização mas com impactos significativos, também têm ocorrido nos últimos anos, devendo ser analisados.

O governo chinês recentemente anunciou uma iniciativa de permitir a operação de derivativos de petróleo denominados em RMB, a serem transacionados na bolsa de Xangai. A China é a maior importadora mundial dessa commodity, e tal medida pode deslocar ao menos parte das transações de um dos mais importantes mercados globais para a moeda chinesa. Assim, seria um passo importante para a internacionalização do *renminbi*, e uma mostra de que as autoridades não desistiram do projeto.

Outro anúncio de grande impacto foi o de que as autoridades em Pequim estudam abrandar os limites sobre a propriedade estrangeira em entidades financeiras chinesas. Sob

este novo arranjo, empresas estrangeiras poderão deter participação majoritária em *joint-ventures* com atores do sistema financeiro doméstico – seguradoras, gestores de fundos de investimento, bancos, etc. Apesar de nenhuma data ter sido anunciada, a medida certamente causará mudanças na gestão financeira do Estado, e ocasionará fortes repercussões sobre a internacionalização do RMB.

Os impactos da iniciativa geopolítica da nova Rota da Seda (*One Belt, One Road*) sobre a internacionalização do RMB também precisam ser avaliados. O projeto prevê investimentos massivos em infraestrutura, realizados em grande parte por capital chinês. Enseja uma maior cooperação entre os países que estiverem dentro do escopo do empreendimento, até mesmo com uma institucionalidade própria – o *Asian Infrastructure Investment Bank* deve atuar como a organização a formalizar a iniciativa. Perspectivas de que ao menos parte dos investimentos seja realizada em RMB, e que o projeto de infraestrutura gere uma maior aproximação entre os países, inclusive no campo financeiro, são plausíveis.

Além disso, a China tem sido cada vez mais assertiva no plano internacional sob a presidência de Xi Jinping. Ainda que não tenha se colocado abertamente, em nenhum aspecto, como um desafiante à posição hegemônica dos EUA, as preocupações norte-americanas – que, diga-se de passagem, sempre existiram acerca de um ou outro pretense competidor – sobre a ascensão da China têm se acentuado. Especialmente após a última eleição americana e o início do segundo mandato do presidente chinês, a disposição de Pequim em tomar parte dos assuntos globais tem se reforçado.

Donald Trump foi eleito com uma plataforma que prometia um recrudescimento da participação americana em tratados e organismos internacionais, e ao mesmo tempo uma posição mais dura com a China em assuntos econômicos, principalmente comerciais e cambiais. Há que se compreender a exata extensão dessas duas propostas. Muitos analistas apontam que o país asiático tem se movido de modo a ocupar os espaços da arena política internacional que os EUA anunciaram estar se retirando. Ainda que não se tenha vislumbrado uma tentativa clara de substituir a maior potência do sistema, a interpretação de que o projeto chinês de internacionalização monetária não tem um caráter eminentemente ofensivo à posição norte-americana pode ser contingente. A depender da situação geopolítica, a estratégia de promover o uso internacional do RMB pode tomar outras dimensões. Isso, entretanto, parece improvável no momento, dada a distância entre a posição do *renminbi* e do dólar no sistema financeiro globalizado, e as turbulências que a maior abertura financeira causou nos mercados chineses, mas é digno de nota.

O futuro da internacionalização do RMB é matéria para um vasto programa de pesquisa. Muitos entendem que a moeda chinesa deverá converter-se em uma divisa regional. As experiências históricas parecem apontar nesse sentido. O iene e o marco alemão sempre tiveram maior apelo em sua vizinhança imediata, e o euro foi criado exatamente para ser a moeda da Europa e de seus associados. O RMB chinês pode acabar formando um “bloco asiático” ao redor de si, muito através da complementariedade produtiva e comercial dos países da região. A maneira como isso se operaria, assim como a relação com o sistema globalizado ancorado no dólar, não estão claras.

Uma mudança realmente profunda no padrão monetário internacional é algo que teria bem menos chances de ocorrer. O fim da centralidade do dólar parece uma possibilidade remota, no médio prazo. A única experiência para basear alguma predição é a própria trajetória do dólar, ao tomar o lugar da libra esterlina em algum ponto do início do século XX. Mas mesmo essa base limitada pode oferecer algo para a compreensão do processo.

Segundo essa experiência histórica, e estudos derivados dela, uma transformação radical nesse nível deve estar associada a algum evento de grande porte. A ascensão e fixação do dólar como moeda central estão correlacionadas com as duas guerras mundiais no início do século XX, e devem-se em grande parte à situação geopolítica do período. Desse modo, uma guerra de grandes proporções, ou uma alteração significativa no ambiente político e econômico dos EUA que afetasse de modo considerável a posição do país no sistema internacional, seriam o ponto de inflexão no domínio do dólar. Eventos assim são raros e difíceis de prever, mas podem ocorrer. Entretanto, num horizonte possível de análise, as probabilidades são baixas. O destino do dólar e do padrão monetário atual parece estar nas mãos dos norte-americanos. Somente um conflito catastrófico, ou um “tiro no pé”, poderiam ser capazes de pôr fim ao regime dólar-flexível, tanto quanto é possível fazer alguma análise de mais longo prazo. É claro que quanto mais outras moedas se apresentem como alternativa viável ao dólar, as bases de sustentação desse regime irão tornar-se mais estreitas, e a possibilidade de um evento culminante torna-se mais real. Entretanto, como se procurou demonstrar, isso ainda parece estar longe de ocorrer. A crise de 2008 é um exemplo disso: apesar de todas as previsões negativas, a posição do dólar ser fortaleceu após o evento, mesmo este tendo se precipitado no mercado doméstico norte-americano.

Se a derrocada do padrão monetário atual parece improvável, e a China não deseja isso de qualquer modo, a posição desse país e do RMB nesse sistema também devem ser objetos de pesquisas futuras. A China irá conseguir alcançar o objetivo de tornar sua moeda um

instrumento capaz de sustentar sua posição no sistema financeiro globalizado? Precisará promover uma abertura e desenvolvimento financeiro muito mais profundo, ou a estratégia gradual e controlada pode lograr as metas estabelecidas? O país deseja isso, e os governantes estão preparados para enfrentar os custos que uma moeda internacionalizada apresenta, ou eles irão se contentar com o que um regime de controles de capital e repressão financeira pode oferecer? Uma mudança no modelo de crescimento econômico causar  altera es significativas no projeto de internacionaliza o monetária?

De toda maneira, qualquer desenvolvimento de uma maior participa o do RMB no cenário internacional deve partir dos determinantes que motivaram originalmente o projeto de internacionaliza o. Esse processo pode tomar outras propor es no futuro, dependendo de uma série de fatores, tanto internos   China quanto relativos ao sistema monetário internacional, especialmente no que diz respeito ao dólar e aos EUA. Por enquanto, o padrão dólar-flexível deve permanecer inalterado em sua essência. Mas o grau de internacionaliza o do RMB pode modificar a rela o da China com o sistema internacional. No momento, o *renminbi* chinês permanece relativamente escasso para agentes externos, e em grande parte inconvertível, especialmente após a reintrodu o de alguns controles de capitais. Resta acompanhar os desenvolvimentos futuros do projeto e suas implica es.

Referências

ALBANESE, Chiara. Yuan Picks Up Pace as Global Currency. **The Wall Street Journal**. 6 de outubro de 2015. Disponível em: <<https://www.wsj.com/articles/yuan-picks-up-pace-as-global-currency-1444093200>>. Acesso em: 11 de junho de 2018.

ALLEN, Franklin et al. China's Financial System: Opportunities and Challenges. **Nber Working Paper**, [s.l.], fevereiro de 2012. National Bureau of Economic Research. <http://dx.doi.org/10.3386/w17828>. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w17828.pdf>>. Acesso em: 07 de novembro de 2016.

BELL, Stephanie. The role of the state and the hierarchy of money. **Cambridge Journal of Economics**, [s.l.], v. 25, n. 2, p.149-163, 1 de março de 2001. Oxford University Press (OUP). <http://dx.doi.org/10.1093/cje/25.2.149>. Disponível em: <<http://cas2.umkc.edu/economics/people/facultyPages/wray/courses/Econ601%202012/readings/Bell%20The%20Role%20of%20the%20State%20and%20the%20Hierarchy%20of%20Money.pdf>>. Acesso em: 12 de abril de 2016.

BELUZZO, Luiz Gonzaga. Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, José Luís (Org). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999. P. 87-117.

BIBOW, Jörg. **Bretton Woods 2 Is Dead, Long Live Bretton Woods 3?**: Levy Economics Institute of Bard College, 2010 (Levy Economics Institute Working Paper Collection, Working Paper N° 597). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_597a.pdf>. Acesso em: 19 de julho de 2018.

BIS. **Triennial Central Bank Survey December 2007**: Foreign exchange and derivatives market activity in 2007. Bank for International Settlements, 2007. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/rpfx07t.pdf>>. Acesso em: 17 de novembro de 2017.

BIS. **Triennial Central Bank Survey**: Report on global foreign exchange market activity in 2010. Bank for International Settlements, 2010. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/rpfx10t.pdf>>. Acesso em: 05 de janeiro de 2018.

BIS. **Triennial Central Bank Survey**: Foreign exchange turnover in April 2016. Bank for International Settlements, 2016a. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf>>. Acesso em: 07 de janeiro de 2018.

BIS. **Turnover of OTC foreign exchange instruments, by currency**: "Net-net" basis, April 1995-2016 daily averages, in billions of US dollars. 2016b. Disponível em: <<https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.3>>. Acesso em: 29 de julho de 2018.

BLOOMBERG NEWS. How China Is Tackling Dangers in Its Financial System. **Bloomberg**, 20 de outubro de 2017. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-09/how-china-is-getting-serious-about-financial-risk-quicktake-q-a>>. Acesso em: 09 de março de 2018.

BLOOMBERG NEWS. PBOC Names JPMorgan First Non-Chinese Yuan Clearing Bank. **Bloomberg**, 13 de fevereiro de 2018. Disponível em:

<<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-13/pboc-names-jpmorgan-first-non-chinese-yuan-clearing-bank>>. Acesso em: 16 de julho de 2018.

BORIO, Claudio. **The international monetary and financial system: its Achilles heel and what to do about it**. Bank for International Settlements, 2014 (BIS Working Papers, N° 456). Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/work456.pdf>>. Acesso em: 04 de agosto de 2018.

BOURSE CONSULT. **London: a centre for renminbi business**. Londres: City of London Corporation, 2012 (City of London renminbi series). Disponível em: <<https://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Documents/London-a-centre-for-renminbi-business.pdf>>. Acesso em: 12 de fevereiro de 2018.

BOURSE CONSULT. **London RMB business volumes 2013**. Londres: City of London Corporation, 2014 (City of London renminbi series). Disponível em: <<https://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Documents/research-2014/london-rmb-business-volumes-2013-fullyear.pdf>>. Acesso em: 12 de fevereiro de 2018.

BRAGA, José Carlos; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Finanças Dolarizadas e Capital Financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, José Luís (Org.). **O Poder americano**. 2ª ed. Petrópolis: Vozes, 2004. P. 253-307.

BURLAMAQUI, Leonardo. As Finanças Globais e o Desenvolvimento Financeiro Chinês: um modelo de governança financeira global conduzido pelo Estado. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito; PINTO, Eduardo Costa (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Brasília: Ipea, 2015. P. 277-334. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/150918_livro_china_em_transformacao.pdf>. Acesso em: 08 de setembro de 2016.

CAMPANELLA, Miriam. **The internationalization of the Renminbi and the rise of a multipolar currency system**. European Centre for International Political Economy, 2014 (ECIPE Working Paper, N° 01/2014). Disponível em: <http://www.ecipe.org/app/uploads/2014/12/WP201201_1.pdf>. Acesso em: 06 de agosto de 2018.

CARNEIRO, Ricardo. **O dólar e seus rivais**. Campinas: UNICAMP/Instituto de Economia, 2010 (Observatório da economia global - Textos avulsos n° 1 - Abril, 2010). Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON). Disponível em: <<http://www3.eco.unicamp.br/cecon/observatorio>>. Acesso em: 07 de agosto de 2018.

CARVALHO, Miguel Henriques. **A economia política do sistema financeiro chinês (1978-2008)**. 2013. 196 folhas. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pepi/dissertacoes/Dissertacao_Miguel_Henriques_de_Carvalho.pdf>. Acesso em: 07 de agosto de 2018.

CHENG, Li; XIAOJING, Zhang. Renminbi Internationalization in the New Normal: Progress, Determinants and Policy Discussions. **China & World Economy**, [s.l.], v. 25, n. 2, p.22-44, março de 2017. Wiley. <http://dx.doi.org/10.1111/cwe.12192>. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/cwe.12192>>. Acesso em: 15 de agosto de 2018.

CHEY, Hyoung-kyu. **The Concepts, Consequences, and Determinants of Currency Internationalization**. Tóquio: National Graduate Institute for Policy Studies (GRIPS), 2013 (GRIPS Discussion Paper 13-03). Disponível em: <<http://www.grips.ac.jp/r-center/wp-content/uploads/13-03.pdf>>. Acesso em: 07 de agosto de 2018.

CHIN, Gregory; WANG, Yong. China Debates: The Dollar System and Beyond. In: SUBACCHI, Paola; DRIFILL, John (Ed.). **Beyond the Dollar: Rethinking the International Monetary System**. Londres: Royal Institute of International Affairs, 2010. P. 46-51. A Chatham House Report. Disponível em: <http://www.worlddeconomyandfinance.org/PDFs/beyond_the_dollar.pdf>. Acesso em: 07 de agosto de 2018.

CHINA. PEOPLE'S BANK OF CHINA. **China: the evolution of foreign exchange controls and the consequences of capital flows**. Bank for International Settlements, 2008 (BIS Papers n° 44: Financial globalisation and emerging market capital flows). Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap44.pdf>>. Acesso em: 16 de agosto de 2018.

CHINA'S Capitalist Revolution. Direção de Rob Coldstream. Londres: Brook Lapping Productions, 2009.

CHINN, Menzie; FRANKEL, Jeffrey. Why the Euro Will Rival the Dollar. **International Finance**, [s.l.], v. 11, n. 1, p.49-73, maio de 2008. Wiley. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2362.2008.00215.x>. Disponível em: <https://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/Chinn_Frankel_IntFin2008.pdf>. Acesso em: 17 de novembro de 2017.

CHOVANEC, Patrick. 4 Trillion Reasons China's Currency Isn't Ready for Prime Time. **Foreign Policy**. 16 de junho de 2015. Disponível em: <<https://foreignpolicy.com/2015/06/16/yuan-renminbi-world-reserve-currency-special-drawing-rights-imf/>>. Acesso em: 07 de agosto de 2018.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; PINTO, Eduardo Costa. **La Internacionalización del Renminbi: Posibilidades y Límites**. 2013. Disponível em: <http://www.vocesenelfenix.com/sites/default/files/pdf/6_3.pdf>. Acesso em: 07 de agosto de 2018.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito. O Sistema Financeiro Chinês: a grande muralha. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito; PINTO, Eduardo Costa (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Brasília: Ipea, 2015. P. 425-490. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/150918_livro_china_em_trasformacao.pdf>. Acesso em: 08 de setembro de 2016.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves. O papel do dólar e do renminbi no sistema monetário internacional. In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves (Org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013. P. 211-321. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_as_transformacoes_mi.pdf>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

COHEN, Benjamin J. The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalisation Strategy. **New Political Economy**, [s.l.], v. 17, n. 3, p. 361-371, julho de 2012. Informa UK Limited. <http://dx.doi.org/10.1080/13563467.2011.615915>. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13563467.2011.615915>>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

COHEN, Benjamin J. **Will History Repeat Itself? Lessons for the Yuan**. Tóquio: Asian Development Bank Institute, 2014 (ADB Working Paper 453). Disponível em: <<https://think-asia.org/bitstream/handle/11540/1215/2014.01.17.wp453.will.history.repeat.itself.lessons.yuan.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

COHEN, Benjamin J. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. **Open Economies Review**, [s.l.], v. 23, n. 1, p.13-31, 25 de outubro de 2011. Springer Nature. <http://dx.doi.org/10.1007/s11079-011-9216-2>.

CONTI, Bruno Martarello; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. O sistema monetário internacional e seu caráter hierarquizado. In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves (Org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013. P. 23-84. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_as_transformacoes_mi.pdf>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

DEOS, Simone Silva. Sistema Bancário Chinês: evolução e internacionalização recente. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito; PINTO, Eduardo Costa (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Brasília: Ipea, 2015. P. 391-423. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/150918_livro_china_em_transformacao.pdf>. Acesso em: 08 de setembro de 2016.

DOOLEY, Michael; FOLKERTS-LANDAU, David; GARBER, Peter. Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System. **Nber Working Paper Series**, Working Paper 14731, [s.l.], fevereiro de 2009. National Bureau of Economic Research. <http://dx.doi.org/10.3386/w14731>. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w14731>>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

EICHENGREEN, Barry. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.

EICHENGREEN, Barry. **Privilégio exorbitante: a ascensão e a queda do dólar e o futuro do sistema monetário internacional**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

EICHENGREEN, Barry; KAWAI, Masahiro. **Issues for Renminbi Internationalization: An Overview**. Tóquio: Asian Development Bank Institute, 2014 (ADB Working Paper 454). Disponível em: <<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156309/adb-wp454.pdf>>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

EICHENGREEN, Barry; LOMBARDI, Domenico. RMBI or RMBR: Is the Renminbi Destined to Become a Global or Regional Currency?. **Nber Working Paper Series**, Working Paper 21716, [s.l.], novembro de 2015. National Bureau of Economic Research. <http://dx.doi.org/10.3386/w21716>. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w21716.pdf>>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

FERGUSON, Niall. **The Ascent of Money: A Financial History of the World**. Nova York: The Penguin Press, 2008.

FIORI, José Luís. Estados, moedas e desenvolvimento. In: FIORI, José Luís. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. 2ª. ed. Petrópolis: Vozes, 1999. P. 49-85.

FIORI, José Luís. O sistema interestatal capitalista no início do século XXI. In: MEDEIROS, Carlos Aguiar; FIORI, José Luís; SERRANO, Franklin. **O mito do colapso do poder americano**. Rio de Janeiro: Record, 2008. P. 11-70.

FRANKEL, Jeffrey. **Historical Precedents for Internationalization of the RMB**. Council on Foreign Relations, 2011. Disponível em: <https://cfrd8-files.cfr.org/sites/default/files/pdf/2011/10/CGS-IIGG_WorkingPaper17_Frankel.pdf>. Acesso em: 04 de dezembro de 2017.

GLOBAL FIRE POWER. **2017 Military Strength Ranking**, 2017. Disponível em: <<https://www.globalfirepower.com/countries-listing.asp>>. Acesso em: 13 de julho de 2017.

GRENE, Sophia. Foreign investors shun Stock Connect. **Financial Times**. 7 de fevereiro de 2015. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/88908a86-a7c5-11e4-be63-00144feab7de>>. Acesso em: 12 de março de 2018.

HE, Alexander. **Domestic sources and RMB internationalization: a unique journey to a major global currency**. Centre For International Governance Innovation, 2015 (CIGI Papers N° 67). Disponível em: <https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no67_1.pdf>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

HELLEINER, Eric. **States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

HELLEINER, Eric. Political determinants of international currencies: What future for the US dollar?. **Review of International Political Economy**, [s.l.], v. 15, n. 3, p.354-378, 31 de julho de 2008. Informa UK Limited. <http://dx.doi.org/10.1080/09692290801928731>.

HERRERO, Alicia Garcia; SIU, Pascal. **NATIXIS RMB Internationalization Monitor: Going backwards**. Natixis, 2017. Disponível em: <<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/Main/GlobalResearch/ViewDocument/J8hHe8c85sHxJuDd4aZ0sw==>>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

HORNBY, Lucy. China spells out curbs on capital outflows. **Financial Times**. Pequim, 27 de janeiro de 2017. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/f24279ae-e467-11e6-8405-9e5580d6e5fb>>. Acesso em: 17 de janeiro de 2018.

HUGHES, Jennifer. Price of renminbi stability rising for China. **Financial Times**. Hong Kong, 21 de dezembro de 2016. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/59a1031c-c74f-11e6-8f29-9445cac8966f>>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **External Sector selected indicators**. 2017. Disponível em: <<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545851>>. Acesso em: 17 de janeiro de 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves: US Dollars, Millions**. 2017. Disponível em: <<http://data.imf.org/regular.aspx?key=41175>>. Acesso em: 30 de novembro de 2017.

KAN, Gabriel. What to expect from the Shenzhen-Hong Kong Stock Connect on the Hong Kong volume profile. **Bloomberg Tradebook**. 09 de janeiro de 2017. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/professional/blog/expect-shenzhen-hong-kong-stock-connect-hong-kong-volume-profile/>>. Acesso em: 07 de março de 2018.

KIRSHNER, Jonathan. **Currency and coercion: the political economy of international monetary power**. Princeton: Princeton University Press, 1997.

KISSINGER, Henry. **Sobre a China**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2011.

KOO, Richard C. **The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession**. Cingapura: John Wiley & Sons (Asia), 2008.

KROEBER, Arthur R. The Renminbi: The Political Economy of a Currency. **Foreign Policy**. 7 de setembro de 2011. Disponível em: <<https://foreignpolicy.com/2011/09/07/the-renminbi-the-political-economy-of-a-currency/>>. Acesso em: 15 de agosto de 2018.

LOCKETT, Hudson. HK renminbi deposits fall at record pace in December. **Financial Times**. 27 de janeiro de 2017. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/12e8a7b0-5f63-33e5-8a97-0c8548ab13ff>>. Acesso em: 15 de agosto de 2018.

LUO, Dan. **The development of the Chinese financial system and reform of Chinese commercial banks**. Nova York: Palgrave Macmillan, 2016.

MACROTRENDS. Dollar Yuan Exchange Rate - 35 Year Historical Chart. **Macrotrends**, 2018. Disponível em: <<https://www.macrotrends.net/2575/us-dollar-yuan-exchange-rate-historical-chart>>. Acesso em: 23 de junho de 2018.

MADDISON, Angus. **Chinese Economic Performance in the Long Run: 960-2030 AD**. 2ª. ed. Development Centre of the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), 2007.

MARTI, Michael E. **A China de Deng Xiaoping**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007.

MATEOS Y LAGO, Isabelle; DUTTAGUPTA, Rupa; GOYAL, Rishi (Comp.). **The Debate on the International Monetary System**. International Monetary Fund, 2009 (Staff Position Note N° 2009/26).

MCCAULEY, Robert. Renminbi internationalisation and China's financial development. **BIS Quarterly Review**, p. 41-56, dezembro de 2011. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1112f.pdf>. Acesso em: 15 de agosto de 2018.

MCNALLY, Christopher A.; WRIGHT, Teresa. Sources of social support for China's current political order: The "thick embeddedness" of private capital holders. **Communist and Post-communist Studies**, [s.l.], v. 43, n. 2, p.189-198, junho de 2010. Elsevier BV. <http://dx.doi.org/10.1016/j.postcomstud.2010.03.007>.

MEARSHEIMER, John J. **The tragedy of great power politics**. Nova York: W.W. Norton, 2003.

MEDEIROS, Carlos Aguiar. China: entre os Séculos XX e XXI. In: FIORI, José Luís; TAVARES, Maria da Conceição. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Rio de Janeiro: Vozes, 1999. P. 379-411.

MEDEIROS, Carlos Aguiar. Desenvolvimento econômico e ascensão nacional: rupturas e transições na Rússia e na China. In: MEDEIROS, Carlos Aguiar; FIORI, José Luís; SERRANO, Franklin. **O mito do colapso do poder americano**. Rio de Janeiro: Record, 2008. P. 173-277.

MEDEIROS, Carlos Aguiar. Padrões de investimento, mudança institucional e transformação estrutural na economia chinesa. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo (Org.). **Padrões de desenvolvimento econômico (1950–2008): América Latina, Ásia e Rússia**, volume 2. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2013. P. 435-490.

MEHMOOD, Jahanzaib. **The world's 100 largest banks**. 2017. Disponível em: <<http://www.snl.com/web/client?auth=inherit#news/article?id=40223698&cdid=A-40223698-11568>>. Acesso em: 16 de dezembro de 2017.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro. Sistema Financeiro Chinês: conformação, transformações e controle. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito; PINTO, Eduardo Costa (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Brasília: Ipea, 2015. P. 335-389. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/150918_livro_china_em_transformacao.pdf>. Acesso em: 08 de setembro de 2016.

METRI, Maurício Medici. **Poder, Moeda e Riqueza na Europa Medieval**. 2007. 216 folhas. Tese (Doutorado) - Programa de Pós-graduação em Economia, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/teses/2007/poder_moeda_e_riqueza_na_europa_medieval.pdf>. Acesso em: 15 de agosto de 2018.

MITCHELL, Tom; RENNISON, Joe; PLATT, Eric. China cedes status as largest US creditor to Japan. **Financial Times**. 16 de dezembro de 2016. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/9b46cd46-c336-11e6-9bca-2b93a6856354>>. Acesso em: 15 de agosto de 2018.

MOFFITT, Michael. **O dinheiro do mundo: De Bretton Woods à beira da insolvência**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.

NAUGHTON, Barry. **The Chinese economy: transitions and growth**. Cambridge: MIT Press, 2007.

MORAIS, Isabela Nogueira. **Desenvolvimento Econômico, Distribuição de Renda e Pobreza na China Contemporânea**. 2011. 209 folhas. Tese (Doutorado) - Programa de Pós-graduação em Economia, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/Isabela_Nogueira_de_Morais.pdf>. Acesso em: 15 de agosto de 2018.

PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. **The making of global capitalism: the political economy of american empire**. Londres: Verso, 2012.

PENG, Qinqin; HAN, Wei; LIN, Jinbing. China to Reform QDII in Financial Liberalization Push. **Caixin**, 11 de abril de 2018. Disponível em: <<https://www.caixinglobal.com/2018-04-12/china-to-reform-qdii-in-financial-liberalization-push-101233234.html>>. Acesso em: 06 de junho de 2018.

PINTO, Eduardo Costa. O Eixo Sino-Americano e as Transformações do Sistema Mundial: tensões e complementariedades comerciais, produtivas e financeiras. In: LEÃO, Rodrigo Pimentel Ferreira; PINTO, Eduardo Costa; ACIOLY, Luciana (Org.). **A China na Nova Configuração Global: Impactos Políticos e Econômicos**. Brasília: Ipea, 2011. P. 19-77. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/livros/livro_achinaglobal.pdf>. Acesso em: 16 de agosto de 2018.

PRASAD, Eswar. **The dollar trap: how the U.S. dollar tightened its grip on global finance**. Princeton: Princeton University Press, 2014.

PRASAD, Eswar. **China's Efforts to Expand the International Use of the Renminbi**. Report Prepared For The U.S.-China Economic and Security Review Commission, 2016. Disponível em: <<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/RMBReportFinal.pdf>>. Acesso em: 16 de agosto de 2018.

PRASAD, Eswar. **Gaining currency: the rise of the renminbi**. Nova York: Oxford University Press, 2017.

PRASAD, Eswar; WEI, Shang-Jin. **The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations**. International Monetary Fund, 2005 (Staff Position Note N° 05/79).

REUTERS STAFF. China awards first RQFII quota for a U.S.-based asset manager to BlackRock. **Reuters**. Hong Kong, 2 de março de 2017. Disponível em: <<https://www.reuters.com/article/us-china-offshore-yuan/china-awards-first-rqfii-quota-for-a-u-s-based-asset-manager-to-blackrock-idUSKBN1690DT>>. Acesso em: 16 de agosto de 2018.

RODRIGUEZ, David. Strong Trend Favors USD/CNH Gains, but Watch this Key Risk. **DailyFX: FOREX Market News and Analysis**. 7 de janeiro de 2016. Disponível em: <https://www.dailyfx.com/forex/fundamental/article/special_report/2016/01/07/forex-trading-chinese-yuan-risks.html>. Acesso em: 16 de agosto de 2018.

ROSSI, Pedro. **A Pirâmide e a Esfinge**: Estudo sobre a hierarquia das divisas e a conversibilidade da moeda. Trabalho apresentado no I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Campinas, 2008.

ROUBINI, Nouriel. **The Instability of the Bretton Woods 2 Regime**. [S.l.], 2007

SCANDIUCCI FILHO, José Gilberto. Além da Teoria da Estabilidade Hegemônica. In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves (Org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013. P. 323-389. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_as_transformacoes_mi.pdf>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, [S.l.], v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, julho/dezembro de 2002. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643081/10633>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

SERRANO, Franklin. Relações de Poder e a Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível. In: FIORI, José Luís. **O Poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. P. 179-222.

SERRANO, Franklin. A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial dos anos 2000. In: MEDEIROS, Carlos Aguiar; FIORI, José Luís; SERRANO, Franklin. **O mito do colapso do poder americano**. Rio de Janeiro: Record, 2008. P. 71-172.

SHAMBAUGH, David. **China Goes Global: The Partial Power**. Oxford: Oxford University Press, 2013.

Shanghai Stock Exchange (Comp.). **Introduction and Quota Approved**. 2017. Disponível em: <<http://english.sse.com.cn/overseasinvestors/qfii/intro/>>. Acesso em: 16 de março de 2018.

SILVA, Luiz Afonso Simoens. Propostas de reforma do sistema monetário internacional. In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves (Org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013. P. 147-174. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_as_transformacoes_mi.pdf>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

SPENCE, Jonathan D. **Em busca da China moderna**: quatro séculos de história. São Paulo: Schwarcz, 1996.

STEIL, Benn. **The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the making of a new world order**. Princeton: Princeton University Press, 2013.

STEIL, Benn; SMITH, Emma. **The Retreat of the Renminbi**. 2017. Disponível em: <<http://isedworld.org/en/2017/06/24/%D0%BE%D1%82%D1%81%D1%82%D1%83%D0%BF%D0%BB%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5-%D1%8E%D0%B0%D0%BD%D1%8F/>>. Acesso em: 09 de fevereiro de 2017.

STRANGE, Susan. **Sterling and British Policy: A Political Study of an International Currency in Decline**. Londres: Oxford University Press, 1971.

SUBRAMANIAN, Arvind; KESSLER, Martin. **The Renminbi Bloc Is Here: Asia Down, Rest of the World to Go?**. Peterson Institute For International Economics, 2012 (Working Paper Series, Working Paper 12-19). Disponível em: <<https://piie.com/sites/default/files/publications/wp/wp12-19.pdf>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

SWIFT. **Worldwide Currency Usage and Trends**. [S.l.]: City of London; Paris EUROPLACE, 2015. Disponível em: <<https://www.swift.com/node/19186>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

SWIFT. **RMB internationalisation: Where we are and what we can expect in 2018**. [S.l.]: Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, 2018. Disponível em: <<https://www.swift.com/resource/rmb-tracker-january-2018-special-report>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1997. P. 27-53.

TAVARES, Maria da Conceição; MELIN, Luiz Eduardo. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1997. P. 55-86.

THE WORLD BANK. **GDP (current US\$)**. 2017a. Disponível em: <GDP (current US\$)>. Acesso em: 28 de novembro de 2017.

THE WORLD BANK. **Inflation, consumer price (annual %)**. 2017b. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2016&locations=US-JP-DE-CN-XC&start=1980>>. Acesso em: 02 de dezembro de 2017.

THE WORLD BANK. **Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)**. 2017c. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?locations=CN-JP-US-GB-XC>>. Acesso em: 10 de fevereiro de 2018.

THE WORLD BANK. **Market capitalization of listed domestic companies (current US\$)**. 2017d. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2013&locations=XC-US-JP-CN-GB&start=2001>>. Acesso em: 30 de novembro de 2017.

THE WORLD BANK. **Total Reserves (includes gold, current US\$)**. 2017e. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?locations=CN-JP>>. Acesso em: 02 de janeiro de 2018.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Japão: da industrialização tardia à globalização financeira. In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. 2ª. ed. Petrópolis: Vozes, 1997. P. 223-249.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. A crise do sistema financeiro globalizado contemporâneo. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 34, nº. 3 (136), p.433-450, julho-setembro de 2014. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/136-5.PDF>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **O estouro de bolhas especulativas recentes: os casos de Estados Unidos e Japão**. Brasília: Ipea, 2015a (Texto para discussão 2096/ Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/4409/1/td_2096.pdf>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **O sistema financeiro globalizado contemporâneo: estrutura e perspectivas**. Brasília: Ipea, 2015b (Texto para discussão 2030/ Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2030.pdf>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

TRUSTED SOURCES. **Corporate and investor perspectives on London renminbi business**. Londres: City of London Corporation, 2012 (City of London renminbi series). Disponível em: <<https://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Documents/research-2012/corporate-investor-perspectives-london-RMB.pdf>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

UNITED NATIONS GENERAL ASSEMBLY. **Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System**. United Nations. Nova York, 2009.

VALLÉE, Shahin. **The internationalisation path of the renminbi**. Bruxelas: Bruegel, 2012. (Bruegel Working Paper 2012/05). Disponível em: <http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/WP_2012_05_rmb.pdf>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

WALTER, Andrew. **World power and world money: the role of hegemony and international monetary order**. Nova York: Harvester Wheatsheaf, 1993.

WALTER, Carl E.; HOWIE, Fraser J. **Privatizing China: Inside China's Stock Markets**. 2ª. ed. Cingapura: John Wiley & Sons (Asia), 2006.

WALTER, Carl E.; HOWIE, Fraser J. T. **Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise**. Cingapura: John Wiley & Sons Singapore, 2012.

WILDAU, Gabriel. China launch of renminbi payments system reflects Swift spying concerns. **Financial Times**. Xangai, 08 de outubro de 2015. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/84241292-66a1-11e5-a155-02b6f8af6a62>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

WILDAU, Gabriel. Chinese central bank designates renminbi clearing bank in New York. **Financial Times**. Xangai, 21 de setembro de 2016. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/40b5ea7e-7fca-11e6-8e50-8ec15fb462f4>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

WILDAU, Gabriel; MITCHELL, Tom. China: Renminbi stalls on road to being a global currency. **Financial Times**. 11 de dezembro de 2016. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/e480fd92-bc6a-11e6-8b45-b8b81dd5d080>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

WOLF, Martin. **A reconstrução do sistema financeiro global**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

WORLD TRADE ORGANIZATION. **Trade profiles**. 2016. Disponível em: <<http://stat.wto.org/CountryProfile/WSDBCcountryPFView.aspx?Language=E&Country=E28%2cCN%2cUS>>. Acesso em: 28 de novembro de 2017.

Xinhua. China QFII quota rises to \$96.79b. **China Daily**. Pequim, 01 de dezembro de 2017. Disponível em: <http://www.chinadaily.com.cn/business/2017-12/01/content_35149585.htm>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

YIPING, Huang; DAILI, Wang; GANG, Fan. **Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications**. Tóquio: Asian Development Bank Institute, 2014. (ADBI Working Paper 482). Disponível em: <<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156337/adbi-wp482.pdf>>. Acesso em: 08 de agosto de 2018.

YONGDING, Yu. **How Far Can Renminbi Internationalization Go?** Tóquio: Asian Development Bank Institute, 2014 (ADBI Working Paper 461). Disponível em: <<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156316/adbi-wp461.pdf>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.

ZHENG, BIJIAN. China's "Peaceful Rise" to Great-Power Status. **Foreign Affairs**. Setembro/outubro de 2005. Disponível em: <<https://www.foreignaffairs.com/articles/asia/2005-09-01/chinas-peaceful-rise-great-power-status>>. Acesso em: 22 de julho de 2018.

ZHOU, Xiaochuan. **Reform the international monetary system**. [S.l.]: Bank for International Settlements, 2009 (BIS Review 41/2009). Disponível em: <<https://www.bis.org/review/r090402c.pdf>>. Acesso em: 17 de agosto de 2018.