



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

JÚLIA TEIXEIRA LEAL

AS ASSIMETRIAS ENFRENTADAS PELAS ECONOMIAS DO SUL GLOBAL: UMA
ANÁLISE À LUZ DA EXPERIÊNCIA DA CHINA

RIO DE JANEIRO

2025

Júlia Teixeira Leal

AS ASSIMETRIAS ENFRENTADAS PELAS ECONOMIAS DO SUL GLOBAL: UMA
ANÁLISE À LUZ DA EXPERIÊNCIA DA CHINA

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de
Pós-Graduação em Economia do Instituto de
Economia da Universidade Federal do Rio de
Janeiro, como requisito para a obtenção do
título de Doutora em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues
de Paula
Coorientadora: Prof. Dra. Bianca de Souza
Lima Orsi

Rio de Janeiro

2025

FICHA CATALOGRÁFICA

L435a Leal, Júlia Teixeira.
As assimetrias enfrentadas pelas economias do Sul Global: uma análise à luz da experiência da China / Júlia Teixeira Leal. - 2025.
180 f.

Orientador: Luiz Fernando Rodrigues de Paula.
Coorientadora: Bianca de Souza Lima Orsi.
Tese (doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e Tecnologia, 2025.
Bibliografia: f. 164 – 180.

1. Assimetrias. 2. Internacionalização de moedas. 3. China. I. Paula, Luiz Fernando Rodrigues, orient. II. Orsi, Bianca de Souza Lima, coorient. III. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. IV. Título.

CDD 332

Júlia Teixeira Leal

AS ASSIMETRIAS ENFRENTADAS PELAS ECONOMIAS DO SUL GLOBAL: UMA
ANÁLISE À LUZ DA EXPERIÊNCIA DA CHINA

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de
Pós-Graduação em Economia do Instituto de
Economia da Universidade Federal do Rio de
Janeiro, como requisito para obtenção do título
de Doutora em Economia.

Rio de Janeiro, 09 de outubro de 2025.

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula – Orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dra. Bianca de Souza Lima Orsi – Coorientadora
Universidade de Leeds (LUBS)

Prof. Dr. Norberto Montani Martins – Membro Interno
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Bruno Martarello de Conti – Membro Externo
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

Prof. Dra. Luiza Peruffo – Membro Externo
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

Prof. Dra. Carmem Aparecida do Valle Costa Feijó – Membro Externo
Universidade Federal Fluminense (UFF)

Prof. Dr. Eduardo Figueiredo Bastian – Membro Interno (Suplente)
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dra. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti – Membro Externo (Suplente)
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)

Para Antônia.

AGRADECIMENTOS

O caminho para a elaboração de uma tese é repleto de desafios e, ao decidir engravidar no meio do doutorado, eu sabia que esta jornada seria ainda mais desafiadora. E de fato foi. Mas ao longo destes quase cinco anos de escrita, estive cercada de pessoas muito especiais e que me deram todo suporte necessário para prosseguir. Primeiramente, agradeço à minha filha, Antônia, por ser a luz da minha vida e minha maior motivação. Ser sua morada, seu colo e te sentir todos os dias são os maiores privilégios dessa vida. Ao meu marido, Igor, por ser meu maior incentivador, um parceiro incrível que nunca me deixou desistir, que sempre me apoiou na carreira acadêmica. Você é o meu amor dessa e de outras vidas. À minha mãe, Katia, por todo incentivo, amor e acolhimento. Obrigada por ser nossa rede de apoio e de amor.

Agradeço imensamente ao meu orientador, Luiz Fernando de Paula (grande Lufa!), por todo suporte durante a elaboração desta tese, pelas parcerias e por compreender meus limites de tempo. O Lufa é um cara incrível que incentiva os alunos e tem uma paixão pela pesquisa. Uma verdadeira fonte de inspiração! À minha coorientadora, Bianca Orsi, pelas conversas e comentários. Aprendi muito com a leitura de sua tese e as palestras ministradas.

Deixo um agradecimento especial ao Bruno de Conti, por toda a ajuda na elaboração desta pesquisa, pelos comentários na qualificação (uma verdadeira aula!) e por me inserir em seu grupo de orientandos. Seguimos juntos para futuras parcerias. Outra professora que admiro e agradeço é minha orientadora do mestrado, Carmem Feijó. Obrigada por sempre me incentivar e fortalecer minha autoconfiança. Agradeço também ao suporte financeiro oferecido pela CAPES, bem como o benefício da licença-maternidade. Ao PPGE da UFRJ, pela extensão da bolsa e auxílios concedidos durante o doutorado, ao grupo de pesquisa Financeirização e Desenvolvimento (FINDE-UFF) e à Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

Deixo um agradecimento especial para minha grande amiga, Sheila, por me incentivar, escutar meus áudios (verdadeiros podcasts) e se fazer presente todos os dias, apesar dos mais de 510 km de distância. A vida é muito mais feliz com a sua amizade. Às minhas primas Nathália e Helena, por serem como irmãs para mim. Obrigada por todo amor e carinho. À minha terapeuta floral, Lizete de Paula, por todo ensinamento nesses quase dez anos, incentivo e carinho. Aos amigos do RJ, Rayane, Carlinha, Bia, Felipe e Luigi. Aos grandes amigos de Campinas, Juju, Mari, Helo e Greg. Aos amigos que me acompanharam no doutorado, Filipinho, Edu Mantoan, Linnit, Caio Vilella, Mateus Ferreira e Ledson.

Eu cheguei de muito longe
E a viagem foi tão longa
E na minha caminhada
Obstáculos na estrada
Mas enfim aqui estou

É Preciso Dar Um Jeito, Meu Amigo (CARLOS, Erasmo; 1971).

RESUMO

A presente Tese de Doutorado tem o intuito de contribuir para o debate atual ao analisar as assimetrias financeira, macroeconômica, produtiva e monetária utilizando como estudo de caso a China. Para este propósito, o conceito de assimetria monetária será revisitado através da inclusão da análise sobre internacionalização de moedas. O esgotamento do sistema monetário instituído em Bretton Woods deu origem à globalização financeira e a um novo Sistema Monetário Internacional, constituído pelo dólar como moeda-chave, regime de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. Nesse contexto, surgiram as assimetrias financeira, macroeconômica, produtiva e monetária que impactam os países do Sul Global, gerando efeitos como redução do *policy space*, vulnerabilidade externa e volatilidade cambial. Apesar de fazer parte deste grupo, a China se destaca por sua importância na geopolítica e na economia internacional e, por isso, esta tese busca analisar como essas assimetrias impactam a economia chinesa. Através de uma ampla revisão da literatura existente e da utilização de diversos dados, o desenvolvimento dos capítulos permite concluir que a China é pouco afetada pelas quatro assimetrias devido ao papel atuante do Estado, à inserção gradual na globalização financeira, ao controle dos tipos mais voláteis de capitais e a sua pauta exportadora diversificada. Observa-se, portanto, que a China consegue manter seu *policy space* e vem aumentando seu domínio financeiro, num mundo caracterizado pelos movimentos de desdolarização, turbulências e incertezas geradas pelas ações dos Estados Unidos.

Palavras-chave: Globalização financeira; assimetrias; internacionalização de moedas; *policy space*; China.

ABSTRACT

This PhD thesis aims to contribute to the current debate by analyzing financial, macroeconomic, productive, and monetary asymmetries using China as a case study. In what can be considered another contribution, the concept of monetary asymmetry will be revisited through the inclusion of an analysis of currency internationalization. The exhaustion of the monetary system established at Bretton Woods gave rise to financial globalization and a new International Monetary System, consisting of the dollar as the key currency, a floating exchange rate regime, and free capital mobility. In this context, financial, macroeconomic, productive, and monetary asymmetries emerged that impact the countries of the Global South, generating effects such as reduced policy space, external vulnerability, and exchange rate volatility. Although part of this group, China stands out for its importance in geopolitics and the international economy, and therefore, this thesis seeks to analyze how these asymmetries impact the Chinese economy. Through a comprehensive review of the existing literature and the use of various data, the chapters conclude that China is little affected by the four asymmetries due to the active role of the state, its gradual insertion into financial globalization, its control of the most volatile types of capital, and its diversified export basket. It is clear, therefore, that China is managing to maintain its policy space and increase its financial dominance in a world characterized by de-dollarization movements, turbulence, and uncertainty generated by the actions of the United States.

Keywords: Financial globalization; asymmetries; currency internationalization; policy space; China.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Saldo da conta corrente (em % do PIB) dos países da América Latina e Caribe (1980-2024).....	41
GRÁFICO 2: Fluxos de capitais (em US\$ bilhões) para os Mercados Emergentes e Economias em Desenvolvimento (1980-2013).....	44
GRÁFICO 3: Dívida externa total (em % do PIB) dos países da América Latina e Caribe (1980-2024).....	45
GRÁFICO 4: Taxas de juros (em %) praticadas pelos bancos centrais de países selecionados (2011-2024).....	48
GRÁFICO 5: Participação de moedas selecionadas (em %) no volume de negócios do mercado de câmbio global (2022 e 2025).....	70
GRÁFICO 6: Volume de negócios do mercado de câmbio global (em %) por pares de moedas (2013, 2016, 2019, 2022 e 2025).....	71
GRÁFICO 7: Participação (em %) das principais moedas de investimento no mercado bancário internacional (2010-2024).....	73
GRÁFICO 8: Crédito doméstico para o setor privado (em % do PIB) da China (1990-2023).....	98
GRÁFICO 9: Relação entre o Financiamento Social Total e o PIB (em RMB trilhões) na China (2015-2024).....	102
GRÁFICO 10: Taxa de crescimento percentual anual do PIB da China (1980-2024).....	105
GRÁFICO 11: Fluxos de Investimento Estrangeiro Direto (em US\$ bilhões – preços correntes) para a China (1990-2023).....	111
GRÁFICO 12: Ativos externos em porcentagem do PIB da China (2004-2024).....	113
GRÁFICO 13: Passivos externos em porcentagem do PIB da China (2004-2024).....	113
GRÁFICO 14: Investimento Estrangeiro Direto (<i>outward</i>) acumulado da China (em US\$ bilhões) para os principais países (2005-2024).....	114
GRÁFICO 15: <i>Net financial assets</i> em porcentagem do PIB da China (2004-2024).....	115
GRÁFICO 16: Taxa nominal de câmbio da China RMB/US\$ (jan/1994-dez/2007).....	117
GRÁFICO 17: Valor total (em US\$ milhões) das exportações da China (1990-2024).....	123

GRÁFICO 18: Índice de Complexidade Econômica – países selecionados (2003-2023).....	124
GRÁFICO 19: Participação do renminbi (em %) nos pagamentos globais (2014-2024).....	152
GRÁFICO 20: Participação do renminbi e do par dólar/renminbi (em %) no volume de negócios do mercado de câmbio global (2013, 2016, 2019, 2022 e 2025).....	154
GRÁFICO 21: Volume de negócios do mercado de câmbio global: participação dos investidores institucionais (em US\$ milhões) que utilizam o renminbi (2022 e 2025).....	155
GRÁFICO 22: Reservas cambiais oficiais (em %) por moeda (quartos trimestres de 2016 e 2024).....	156
GRÁFICO 23: Títulos e depósitos nacionais em renminbi (em 100 milhões de renminbi) mantidos por entidades estrangeiras (jan/2019 – set/2024).....	158

LISTA DE TABELAS E FIGURAS

TABELA 1: Resumo das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva.....	52
TABELA 2: Volume de negócios do mercado de câmbio global: participação dos investidores institucionais (em US\$ milhões).....	74
TABELA 3: Reservas cambiais oficiais por moeda (em %).....	74
TABELA 4: Síntese sobre as principais características da internacionalização de moedas.....	84
TABELA 5: Componentes selecionados do Financiamento Agregado à Economia Real (em RMB trilhões) na China - (2015-2024).....	102
TABELA 6: Evolução do modelo regulatório do sistema financeiro chinês.....	109
TABELA 7: Medidas adotadas para promover a internacionalização do renminbi entre 2001 e 2007.....	134
TABELA 8: Medidas adotadas para promover a internacionalização do renminbi entre 2008 e 2016.....	140
TABELA 9: Medidas adotadas para promover a internacionalização do renminbi entre 2018 e 2024.....	146
TABELA 10: Participação das cinco principais moedas (em %) nos pagamentos globais (2014-2024).....	151
TABELA 11: Utilização do renminbi (em %) como moeda global no mercado de financiamento comercial (fev/2024 – jan/2025).....	153
TABELA 12: Volume de negócios do mercado de câmbio global: participação dos investidores institucionais (em US\$ milhões) que utilizam o renminbi (2013, 2016, 2019, 2022 e 2025).....	155
 FIGURA 1: As funções da moeda no nível internacional.....	 69
FIGURA 2: Composição das exportações da China em 2023.....	122

LISTA DE SIGLAS

1ª GM: Primeira Guerra Mundial

2ª GM: Segunda Guerra Mundial

AFRE: *Aggregate Financing to the Real Economy*

AIIB: *Asian Investment Infrastructure Bank*

AMC: *Asset Management Companies*

AREAER: *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*

ASEAN: *Association of Southeast Asian Nations*

BIS: *Bank for International Settlements*

BCBPI: *BRICS Cross-Border Payments Initiative*

BOCOM: *Bank of Communications*

BRI: *Belt and Road Initiative*

BRICS: Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul

C&T: Ciência e Tecnologia

CBIRC: *China Banking and Insurance Regulatory Commission*

CBRC: *China Banking Regulatory Commission*

CBDC: *Central Bank Digital Currency*

CEPAL: Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe

CFC: *Central Financial Commission*

CFETS: *China Foreign Exchange Trade System*

CFWC: *Central Financial Work Commission*

CHIPS: *Clearing House Interbank Payments System*

CIBM: *China Interbank Bond Market*

CIPS: *Cross-Border Interbank Payments System*

CIRC: *China Insurance Regulatory Commission*

CMI: *Chiang Mai Initiative*

CMIM: *Chiang Mai Initiative Multilateralized*

COFER: *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*

CRA: *Contingent Reserve Arrangement*

CSRC: *China Securities Regulatory Commission*

DLT: *Distributed Ledger Technology*

ECI: *Economic Complexity Index*

EMEs: Economias de Mercados Emergentes

EMFs: Economias de Mercado Fronteiriças

EPI: Economia Política Internacional

Fed: Federal Reserve

FMI: Fundo Monetário Internacional

FSDC: *Financial Stability and Development Committee*

FTZs: *Free Trade Zones*

IED: Investimento Estrangeiro Direto

IMI: *International Monetary Institute*

IPO: *Initial Public Offering*

MPA: *Macro-Prudential Assessment*

NDB: *New Development Bank*

NDRC: *National Development and Reform Commission*

NFA: *Net Financial Assets*

NFRA: *National Financial Regulatory Administration*

OCDE: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OEC: *Observatory of Economic Complexity*

OMC: Organização Mundial do Comércio

PBC: *People's Bank of China*

PCCh: Partido Comunista Chinês

PIB: Produto Interno Bruto

PICC: *People's Insurance Company of China*

PII: Posição Internacional de Investimentos

QDII: *Qualified Domestic Institutional Investor*

QFII: *Qualified Foreign Institutional Investor*

RCEP: *Regional Comprehensive Economic Partnership*

RII: *RMB Internationalization Index*

RMB: Renminbi

RQFII: *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor*

SAFE: *State Administration of Foreign Exchange*

SASAC: *State Assets Supervision and Administration Commission*

SDR: *Special Drawing Rights*

SMI: Sistema Monetário Internacional

SOEs: *State-owned enterprises*

SWIFT: *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*

TSF: *Total Social Financing*

TQM: Teoria Quantitativa da Moeda

UNCTAD: *United Nations Conference on Trade and Development*

WEO: *World Economic Outlook*

ZEE: Zonas Econômicas Especiais

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	18
CAPÍTULO 1 – GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E AS ASSIMETRIAS ENFRENTADAS PELAS ECONOMIAS DO SUL GLOBAL.....	23
1.1. INTRODUÇÃO.....	23
1.2. O ACORDO DE BRETTON WOODS: CONTEXTUALIZAÇÃO.....	24
1.3. SURGIMENTO DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	28
1.4. ASPECTOS IMPORTANTES DA NOVA COMPOSIÇÃO MONETÁRIA INTERNACIONAL.....	33
1.4.1. Dólar americano como moeda-chave.....	33
1.4.2. Regime de câmbio flutuante.....	35
1.4.3. Livre mobilidade de capitais.....	37
1.5. AS ASSIMETRIAS ENFRENTADAS PELAS ECONOMIAS DO SUL GLOBAL.....	42
1.5.1. Assimetria financeira.....	42
1.5.2. Assimetria macroeconômica.....	46
1.5.3. Assimetria produtiva.....	49
1.6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	52
CAPÍTULO 2 – ASSIMETRIA MONETÁRIA REVISITADA: HIERARQUIA E INTERNACIONALIZAÇÃO DE MOEDAS.....	54
2.1. INTRODUÇÃO.....	54
2.2. DEMANDA E OFERTA DE MOEDA: UMA BREVE NOTA.....	55
2.3. O PENSAMENTO PÓS-KEYNESIANO E A IMPORTÂNCIA DO PRÊMIO DE LIQUIDEZ.....	58
2.4. ASSIMETRIA MONETÁRIA: HIERARQUIA DE MOEDAS, SEGUNDO A LITERATURA EXISTENTE.....	60
2.5. INTERNACIONALIZAÇÃO DE MOEDAS.....	63
2.5.1. Para além das fronteiras nacionais: a moeda no nível internacional.....	63
2.5.2. Liquidez internacional.....	66
2.5.3. As funções da moeda no nível internacional: usos privado e público.....	67
2.5.4. Dois tipos adicionais de internacionalização: a contribuição pós-keynesiana.....	75
2.5.5. Determinantes da internacionalização de moedas, vantagens e desvantagens.....	78
2.6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	84
CAPÍTULO 3 – O PAPEL DA CHINA NA ECONOMIA MUNDIAL: INSERÇÃO NA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E OS IMPACTOS DAS ASSIMETRIAS FINANCEIRA, MACROECONÔMICA E PRODUTIVA.....	87
3.1. INTRODUÇÃO.....	87
3.2. 1949: A ASCENSÃO DO PARTIDO COMUNISTA CHINÊS E SEUS DESDOBRAMENTOS.....	87
3.3. 1979: O MARCO HISTÓRICO DAS REFORMAS EM DIREÇÃO A UM NOVO RUMO DA ECONOMIA CHINESA.....	90
3.4. AS TRANSFORMAÇÕES NO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS.....	92

3.4.1. Do início das reformas em 1979 até a eclosão da crise dos países asiáticos.....	92
3.4.2. Os impactos das crises asiática e financeira global na economia chinesa.....	96
3.4.3. “ <i>New normal</i> ”: a nova estratégia de crescimento.....	103
3.5. A EVOLUÇÃO DA REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS.....	105
3.6. INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL DA CHINA E OS IMPACTOS DAS ASSIMETRIAS FINANCEIRA, MACROECONÔMICA E PRODUTIVA.....	109
3.6.1. Assimetria financeira: inserção na globalização financeira e fluxos de capitais.....	109
3.6.2. Assimetria macroeconômica: regime cambial e controle de capitais.....	117
3.6.3. Assimetria produtiva: a importância do dinamismo das exportações.....	121
3.7. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	124
CAPÍTULO 4 – ASSIMETRIA MONETÁRIA REVISITADA À LUZ DA ESTRATÉGIA DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI.....	127
4.1. INTRODUÇÃO.....	127
4.2. INTERNACIONALIZAÇÃO COM CARACTERÍSTICAS CHINESAS: O CASO DO RENMINBI.....	129
4.2.1. 2001-2007: início do processo de internacionalização até a eclosão da crise financeira global em 2008.....	131
4.2.2. 2008-2016: pós-crise financeira até a inclusão do renminbi na cesta dos Direitos Especiais de Saque.....	134
4.2.3. 2018-2024: pandemia, BRICS+ e desdobramentos do conflito entre Rússia e Ucrânia.....	141
4.2.4. Caminhos futuros para a internacionalização: a moeda digital chinesa.....	147
4.3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE A UTILIZAÇÃO INTERNACIONAL DO RENMINBI.....	149
4.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	157
CAPÍTULO 5 – CONCLUSÃO.....	160
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	164

INTRODUÇÃO

O fim da Segunda Guerra Mundial provocou um cenário de devastação nos países envolvidos, perdas humanas e incertezas sobre uma possível nova depressão econômica. Foi preciso ponderar as limitações existentes e, em julho de 1944, diversos países se reuniram na conferência de Bretton Woods com o intuito de discutir um projeto para a formação de uma nova ordem monetária internacional. Assim, foi estabelecido um novo regime monetário caracterizado pelo padrão ouro-dólar, no qual o dólar possuía uma paridade fixa lastreada em ouro. Também foram criados o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. Naquele contexto, o regime cambial era fixo e não havia livre mobilidade de capitais. A partir de 1971, o aumento da conversão de dólares em ouro levou os Estados Unidos a suspenderem a conversibilidade de sua moeda, marcando o fim do acordo de Bretton Woods. Em 1973, o regime de câmbio flutuante foi oficialmente adotado, com o objetivo de facilitar a circulação de capitais entre os países.

Assim, a desvinculação do dólar com o ouro, os choques do petróleo e a consolidação do regime cambial flutuante contribuíram para o esgotamento do sistema monetário resultante do acordo de Bretton Woods. Posteriormente, a liberalização financeira avançou e deu origem à globalização financeira, definida pela dominância dos mercados de capitais sobre o sistema de crédito bancário observado no período anterior e pela maior liberalidade nos fluxos de capitais entre países. Um novo Sistema Monetário Internacional (SMI) emergiu, composto pelo dólar como moeda-chave, regime de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais, no que ficou conhecido como padrão dólar-flexível.

Com a chegada da década de 1990, as ideias neoliberais avançaram para o Sul Global, especialmente na América Latina. O Consenso de Washington foi crucial para a consolidação da agenda liberalizante, uma vez que as reformas propostas visavam estimular a abertura financeira, a desregulamentação dos mercados e privatizações. Como resultado, esses países enfrentaram episódios de alta volatilidade do câmbio, déficits em conta corrente e redução do *policy space*. Dito de outra forma, os países do Sul Global estão inseridos de forma subordinada no SMI e, desde que se integraram à globalização financeira, são dependentes das decisões de política econômica dos países centrais, sendo os capitais externos predominantemente pró-cíclicos e determinados principalmente por fatores exógenos, cujos impactos são observados em sua conjuntura doméstica. Cumpre mencionar que o grupo Sul Global não é homogêneo, pois existem diferentes padrões de integração financeira internacional e arranjos macroeconômicos domésticos que tornam cada país um caso específico.

Dentro desse quadro, surgiram quatro importantes assimetrias que impactam o Sul Global: financeira, macroeconômica, produtiva e monetária. Autores como Daniela Prates, Luiz Fernando de Paula, Barbara Fritz, Annina Kaltenbrunner, Bruno de Conti, Ricardo Carneiro, André Biancarelli e José Antonio Ocampo se dedicaram ao estudo das assimetrias e são referência neste tema. A presente tese tem o intuito de prosseguir com essa agenda de pesquisa, buscando contribuir para o debate ao fazer um estudo de caso sobre a China, analisando como o país lida com as quatro assimetrias e como, neste contexto, conduz o processo de internacionalização de sua moeda. A escolha da China é devido a sua importância dentro do grupo Sul Global e na geopolítica. A hipótese central é que a China é pouco afetada pelas quatro assimetrias e consegue, assim, manter o *policy space* para propósitos de sua política econômica doméstica e impulsionar o processo de internacionalização do renminbi (RMB), ainda que de uma maneira particular. Vale notar que estudar a economia chinesa e o papel de sua moeda no cenário internacional são temas de extrema relevância no mundo contemporâneo.

A estrutura proposta nesta tese consiste em quatro capítulos, além da introdução, da conclusão e das referências bibliográficas. O capítulo 1 oferece uma contextualização sobre os desdobramentos do colapso de Bretton Woods, sobre os componentes do SMI contemporâneo, início da globalização financeira e, ao final, a análise das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva. Começando pela assimetria financeira, os determinantes dos fluxos de capitais moldam esta assimetria. Sendo assim, torna-se imperativo analisar o movimento destes fluxos e as formas de integração financeira dos países do Sul Global. A assimetria macroeconômica decorre dos impactos da relação assimétrica entre centro e periferia, no qual as políticas macroeconômicas do centro determinam a trajetória dos fluxos de capitais e afetam a macroestrutura doméstica das economias periféricas. Consequentemente, estas nações se tornam dependentes dos ciclos globais de liquidez e perdem graus de liberdade de suas políticas fiscal, monetária e cambial. Por sua vez, a assimetria produtiva se manifesta nas diferentes formas de subordinação financeira, associadas com a forma de integração financeira internacional e o tipo de estrutura produtiva. Nesse sentido, os países que exportam majoritariamente *commodities* (como os latino-americanos) incorporam pouco progresso técnico e apresentam alta volatilidade na conta corrente, bem como se tornam dependentes dos ciclos de *commodities*.

No capítulo 2, o conceito de assimetria monetária será revisitado através da contribuição proposta por esta tese de que, além da hierarquia monetária, também é preciso analisar o processo de internacionalização de moedas para compreender o quanto um país é afetado por esta assimetria. Em outras palavras, hierarquia e internacionalização de moedas são conceitos

imbricados e moldam, conjuntamente, a assimetria monetária. Neste capítulo, será feita uma revisão bibliográfica sobre a importância da moeda para a dinâmica das economias monetárias e sobre a contribuição pós-keynesiana sobre o prêmio de liquidez. Em seguida, o conceito de hierarquia monetária é analisado através do prisma da Economia Política Internacional, com destaque para os trabalhos de Susan Strange e Benjamin Cohen. Estes autores focam na importância do componente político para entender a aceitação internacional de uma moeda e preconizam a existência de uma pirâmide monetária.

À luz da teoria pós-keynesiana, desenvolve-se uma análise da existência de uma hierarquia monetária entre os países, cuja posição das moedas é determinada pelo seu prêmio de liquidez. Cumpre destacar que quanto mais baixo é o prêmio de liquidez, menor é o *policy space*. Já a internacionalização de moedas é analisada pelas correntes teóricas da Economia Política Internacional, *mainstream* e pós-keynesiana. Na primeira abordagem, o cerne está dos determinantes políticos, enquanto a segunda utiliza uma abordagem puramente empírica. Como essas visões tratam apenas do caso das moedas centrais, o enfoque keynesiano-estruturalista surge para preencher este espaço e examinar o caso das moedas periféricas.

Em linhas gerais, a moeda pode exercer seis funções no âmbito internacional. Como meio de troca, no nível privado, a moeda é utilizada como moeda veicular e/ou liquidação comercial. O uso público ocorre quando as autoridades monetárias utilizam moedas estrangeiras para intervir nos mercados de câmbio. Sobre a função unidade de conta, os agentes privados escolhem determinada moeda para denominar seus contratos e faturar operações comerciais. Já o uso público representa a moeda utilizada como âncora da taxa de câmbio. Enquanto reserva de valor, o uso privado ocorre na forma de moeda de investimento e, o uso público, na forma de reservas cambiais. Além disso, as moedas podem atuar no nível internacional como unidade de conta para financiar contratos de dívida, caracterizando o tipo moeda de financiamento.

Através de uma abordagem pós-keynesiana, Aninna Kaltenbrunner apresenta outra forma de internacionalização, que ocorre como moeda de financiamento, utilizada como unidade de conta para denominar contratos de dívida no nível internacional. Assim, a moeda de financiamento é utilizada por agentes internacionais, tanto privados quanto públicos, para manter seus passivos externos. Bianca Orsi então sugere que o tipo de internacionalização particular dessas moedas é como investimento especulativo de curto prazo. Neste caso, não ocorre uma movimentação na posição da moeda na hierarquia e os países emissores se tornam dependentes de altas taxas de juros para compensar o baixo prêmio de liquidez.

No que se pode considerar mais uma contribuição desta tese, os capítulos 3 e 4 tratam dos impactos das quatro assimetrias na China que, além de ser a segunda economia mais importante do mundo, possui um peso incontestável dentro do grupo dos países que compõem o Sul Global. Conforme se pretende argumentar nesta tese, a arquitetura macroeconômica e o papel do Estado fornecem uma margem de manobra maior para que o gigante asiático possa responder aos desafios impostos pelas diferentes assimetrias.

Através da revisão da literatura e do levantamento de dados, o capítulo 3 tem como objetivo investigar os impactos das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva na China. Inicialmente, é feita uma análise temporal das transformações ocorridas na economia chinesa desde 1949, que marca a transição do poder do Partido Nacionalista Chinês para o Partido Comunista Chinês. Sob a liderança de Mao Tsé-tung, houve significativos avanços na industrialização, mas a produtividade agrícola se manteve limitada. Com a morte de Mao Tsé-tung, em 1976, Deng Xiaoping assume com a missão de inserir gradualmente a China na economia global. Com efeito, o ano de 1979 marca o início de uma fase de transição de uma economia centralmente planejada para uma economia relativamente liberalizada. Vale ressaltar que este movimento não retirou o peso estatal da economia doméstica, especialmente sobre o sistema financeiro, o mercado cambial e as taxas de juros.

Como resultado, o sistema financeiro chinês passou por profundas transformações, com destaque para a reformulação do setor bancário com a criação dos *Big Four* (*Agriculture Bank of China*, *Bank of China*, *China Construction Bank* e *Industrial and Commercial Bank of China*) e a consolidação do *People's Bank of China* (PBC) como o banco central chinês. Ainda como parte dessa nova etapa, foram instituídas as Zonas Econômicas Especiais (ZEE), isto é, regiões estrategicamente situadas nas zonas costeiras que atraem o maior volume de Investimento Estrangeiro Direto (IED). Não obstante, a conjuntura de finanças liberalizadas engendrou a formação de um sistema bancário paralelo (*shadow banking*), constituído por práticas financeiras capazes de contornar o sistema regulatório. Esta prática tem sido um desafio para o governo chinês, pois apresenta riscos e pode afetar a real liquidez do setor bancário.

O capítulo 3 também discute os principais pontos da estrutura regulatória da China, apresentando a criação de importantes órgãos como *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE), *China Securities Regulatory Commission* (CSRC), *China Insurance Regulatory Commission* (CIRC), *China Banking Regulatory Commission* (CBRC) e *China Banking and Insurance Regulatory Commission* (CBIRC). Por fim, é realizado o estudo das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva na economia chinesa, através de revisão bibliográfica e pesquisa quantitativa, coletando dados dos principais órgãos. Com isso, espera-se entender o

tipo de integração financeira da China, os tipos de capitais externos que recebe, a trajetória dos controles de capitais adotados e a composição de sua pauta exportadora.

Coube ao capítulo 4 examinar o quanto a China é afetada pela assimetria monetária, através de um estudo sobre o processo de internacionalização do RMB e a evolução de sua posição na hierarquia de moedas. Conforme se pretende argumentar, as ações do governo chinês não parecem ter em vista destronar o dólar, mas sim contornar a sua dominação e consolidar o RMB como uma moeda alternativa, principalmente entre os países do Sul Global que buscam estratégias de desdolarização. Para tanto, é feita uma análise temporal sobre o processo de internacionalização da moeda chinesa, evidenciando as principais medidas adotadas entre 2001 e 2024. Optou-se por adotar a seguinte periodização: (i) 2001-2007: início do processo de internacionalização até a eclosão da crise financeira global em 2008; (ii) 2008-2016: pós-crise financeira até a inclusão do RMB na cesta dos Direitos Especiais de Saque; e (iii) 2018-2024: pandemia, BRICS+ e desdobramentos do conflito entre Rússia e Ucrânia.

Diante do exposto, a posição da China no tabuleiro geoeconômico sugere o que se denominada nesta tese de “internacionalização com características chinesas”, uma vez que adota medidas para aumentar o uso internacional de sua moeda mas não dispensa o controle estatal sobre a conta capital e o mercado cambial. Vê-se, portanto, que a China não preenche os pré-requisitos encontrados na literatura sobre internacionalização de moedas, como por exemplo, total liberalização da conta capital e um sistema financeiro doméstico mais aberto. Ainda assim, o RMB está avançando no cenário internacional. Ao final do capítulo, serão apresentados dados sobre o desempenho do RMB e o possível reposicionamento na hierarquia monetária. Por fim, o capítulo 5 conclui esta tese, sintetizando os principais argumentos desenvolvidas na mesma.

CAPÍTULO 1 – GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E AS ASSIMETRIAS ENFRENTADAS PELAS ECONOMIAS DO SUL GLOBAL

1.1. INTRODUÇÃO

Historicamente, a Grã-Bretanha foi a nação comercial mais importante da economia global, enquanto Londres assumia o papel de principal centro financeiro. Nas palavras de Eichengreen (2005, p. 5): “*That Britain was an imperial power reinforced sterling’s role.*”. No início do século XVIII, a libra era a principal unidade monetária utilizada para realização das transações entre países, prevalecendo o padrão ouro-libra. Anos depois, devido a uma série de fatores que serão explicitados ao longo deste capítulo, o dólar americano assumiu esta posição. Nesse sentido, os Estados Unidos se tornaram a nação com maior influência monetária, comercial, política e militar.

Para entender a consolidação do dólar como moeda-chave, é preciso voltar para o período posterior à Primeira Guerra Mundial (1ª GM). A década de 1920 foi marcada pela forte atuação dos banqueiros privados (de Londres e de Nova York) e dos bancos centrais para restaurar a ordem monetária internacional, retorno da política de orçamento equilibrado, independência dos bancos centrais, livre mobilidade de capitais e padrão-ouro internacional. Entretanto, a chegada da Grande Depressão no final de 1929 arrefeceu a confiança dos credores privados internacionais e, como se sabe, iniciou-se um tempo marcado por forte incerteza, elevado desemprego e desequilíbrios nos balanços de pagamentos. Para tentar evitar uma crise sistêmica, foi criado o Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements*, cuja sigla em inglês é BIS), mas que não foi capaz de evitar uma expressiva fuga de capitais e a suspensão total dos empréstimos realizados pelos Estados Unidos (Helleiner, 1994).

Na esteira desses acontecimentos, houve um crescimento da adoção de controles de capitais, revelando uma ruptura com o pensamento liberal. Antes de 1931, os países utilizavam estes controles temporariamente, como estratégia para alcançar algum objetivo político. Após, passaram a utilizá-los de forma permanente. Com a crise cambial ocorrida em 1931, a Grã-Bretanha abandonou o padrão-ouro, postura adotada pelos Estados Unidos em 1933 sob a gestão de Franklin Roosevelt. Em síntese, a alta mobilidade de capitais especulativos, em um contexto de taxas de câmbio instáveis, engendrou crises cambiais e alguns países decidiram abandonar o padrão-ouro (Helleiner, 1994).

Cabe antecipar que o acordo firmado em Bretton Woods – e seu posterior esgotamento – moldaram a arquitetura econômica mundial desde então. O caráter hierarquizado é intrínseco ao Sistema Monetário Internacional (SMI), uma vez que a ordenação dos países sempre foi heterogênea. No caso do SMI contemporâneo, essa assimetria ganhou diferentes roupagens de subordinação que, num cenário de finanças liberalizadas e globalizadas, intensifica a vulnerabilidade dos países situados no Sul Global¹, que ocupam esta posição subordinada na hierarquia de moedas. Os efeitos adversos podem ser resumidos em alta volatilidade cambial, dependência dos ciclos financeiros, redução do *policy space* e vulnerabilidade externa.²

Adicionalmente, o início da globalização financeira nos anos 1990 possibilitou a maior integração dos países, num contexto de livre mobilidade de capitais e desregulamentação dos mercados. Promoveu, também, uma disparidade entre centro e periferia, refletida nas assimetrias financeira, monetária, macroeconômica e produtiva evidenciadas nas economias do Sul Global. Essas assimetrias restringem a margem de manobra dos governos nacionais, com implicações nas taxas de juros, de câmbio e crescimento econômico.

Isto posto, o presente capítulo tem o intuito de contextualizar a composição do SMI após o colapso de Bretton Woods, o surgimento da globalização financeira e as assimetrias que impactam a dinâmica econômica dos países do Sul Global. Para atingir este objetivo, a seção 1.2. apresenta a contextualização do acordo de Bretton Woods, seguida da seção 1.3. que trata da globalização financeira. A seção 1.4. mostra os aspectos do atual SMI, enquanto a seção 1.5. descreve as assimetrias enfrentadas pelo Sul Global. Por fim, na seção 1.6., serão feitas as considerações finais sobre os temas tratados neste capítulo.

1.2. O ACORDO DE BRETTON WOODS: CONTEXTUALIZAÇÃO

O objetivo desta seção é apresentar o cenário que antecedeu o acordo de Bretton Woods, bem como a composição do SMI que emergiu anos depois. Segundo Carvalho (2004), Keynes era crítico do padrão-ouro por duas razões principais. A primeira se refere ao fato de que nesse sistema a disponibilidade de moeda depende de um fator que não é endógeno ao funcionamento das economias, isto é, da oferta de ouro. Com isso, em casos de uma possível escassez de ouro, a disponibilidade de moeda poderia ficar comprometida. A segunda razão decorre do “ajuste

¹ O termo Sul Global não se resume à dimensão econômica, reunindo países que compartilham de uma visão geopolítica semelhante, enfrentam desafios sociais e vulnerabilidades. No Norte, se encontram os países industrialmente desenvolvidos (ONU, 2004). A China, apesar de ser a segunda maior economia mundial, não é ainda considerada uma economia desenvolvida em termos de renda per capita e, por isso, pertence a este grupo denominado Sul Global.

² “Vale ressaltar que essa posição subordinada e periférica é estrutural.” (Prates, 2002, p. 151).

assimétrico”, pois o crescimento de um país além de seus parceiros tende a gerar um déficit em transações comerciais. A explicação está no fato de que as importações desse país podem crescer de forma mais rápida do que as chances de exportação para os demais, uma vez que há um aumento na importação de bens que não são produzidos internamente e as exportações dependem da renda dos demais países. Nesse sentido, Keynes afirmava que o padrão-ouro estimulava os países com déficits comerciais a reduzir sua renda para diminuir as importações, enquanto uma alternativa melhor seria que os outros países também crescessem para absorver as exportações.

O padrão-ouro foi substituído pelo sistema de câmbio livre no início da década de 1930, no qual os países determinavam suas taxas de câmbio livremente e de acordo com os objetivos domésticos de cada período. Durante a depressão, os países desvalorizavam sua moeda para estimular as exportações líquidas, buscando transferir o ônus para seus parceiros, que adotavam a mesma postura, formando um círculo vicioso. Esse sistema foi se mostrando cada vez mais ineficaz, acirrando o atrito entre os países, que reagiam aumentando as medidas protecionistas e restringindo o comércio com as demais nações. Essa conjuntura não estava em consonância com a visão dos Estados Unidos de livre comércio, que viam nessas barreiras um empecilho para suas exportações. Ou seja, seria vantajoso para a economia norte-americana que outro sistema substituísse o sistema de desvalorizações competitivas. Portanto, a necessidade de um novo sistema de pagamentos decorria dos interesses antagônicos de Inglaterra e Estados Unidos, uma vez que para o primeiro não interessava o retorno do padrão-ouro, enquanto o segundo não esperava o retorno do câmbio livre (Carvalho, 2004).

Destarte, o período anterior à conferência de Bretton Woods foi marcado pelo temor de que o fim da Segunda Guerra Mundial (2ª GM) pudesse desencadear uma nova depressão econômica, uma vez que havia a incerteza se a guerra havia apenas interrompido as dificuldades geradas pela Grande Depressão ou se estas poderiam retornar. Essa insegurança em relação aos desdobramentos do pós-guerra incitou a necessidade da criação de um SMI que pudesse superar as limitações dos sistemas anteriores, isto é, o padrão-ouro e o sistema de câmbio livre.

A reunião ocorrida em julho de 1944 em Bretton Woods visava instituir regras capazes de responder aos anseios dos países sobre uma nova configuração monetária internacional. Destacaram-se duas propostas principais: a britânica (elaborada por John Maynard Keynes) e a norte-americana (elaborada por Harry Dexter White). A preocupação comum era que o fim da 2ª GM pudesse provocar uma nova depressão econômica, como a ocorrida em 1929. Além disso, os planos apresentavam um receio em relação aos efeitos dos movimentos de capitais externos sobre o espaço macroeconômico doméstico. Cabe esclarecer que, a despeito das visões

antagônicas sobre a funcionalidade de uma economia de mercado e dos interesses dos países que representavam, ambos os planos previam a adoção de controles de capitais para evitar desequilíbrios no balanço de pagamentos, provocados por possíveis fugas de capitais (Carvalho, 2004).

Durante a conferência, o Plano Keynes apresentou uma proposta para a criação de uma Câmara de Compensações Internacionais (*International Clearing Union*) que unificaria os pagamentos referentes a exportações e importações. Essa câmara seria composta pelos bancos centrais, que teriam contas de reservas para realizar pagamentos internacionais. Ao invés de uma moeda física, o plano previa uma moeda escritural, que seria utilizada nos registros das operações entre os bancos centrais. Essa moeda – denominada de *bancor* – seria a referência de todas as moedas nacionais dos países membros. A liquidez internacional cresceria de acordo com o nível de comércio internacional – ou seja, não dependeria da disponibilidade de ouro (Helleiner, 1994; Beluzzo, 1995; Carvalho, 2004; Rodrik, 2011).

Por outro lado, o Plano White previa a criação de uma instituição que serviria como um fundo de estabilização para examinar as condições econômicas dos países membros e avaliar os ajustes necessários para as taxas de câmbio. Além disso, essa instituição poderia financiar o ajuste no balanço de pagamentos e englobaria as moedas de todos os países associados. O Plano White saiu vitorioso e foi criado o Fundo Monetário Internacional (FMI), que seria o fundo de estabilização decorrente da proposta norte-americana, instituição responsável por fornecer empréstimos em dólar para outras nações. Também foi criado o Banco Mundial, com o objetivo de ajudar na recuperação dos países europeus no pós-guerra. Assim, o acordo de Bretton Woods não englobava as políticas liberais observadas até a crise de 1929. Ao contrário, estabeleceu uma nova configuração na qual o controle de capitais era estimulado como forma de proteger as políticas domésticas (Helleiner, 1994; Beluzzo, 1995; Carvalho, 2004; Rodrik, 2011).

Um ponto que deve ser trazido à luz é que o regime monetário instituído em Bretton Woods possibilitou que tanto países centrais quanto periféricos pudessem se recuperar e alcançar níveis satisfatórios de crescimento econômico. O padrão ouro-dólar – no qual o dólar possuía uma paridade fixa lastreada em ouro – dirigiu a moeda norte-americana ao patamar mais elevado de confiabilidade, substituindo cada vez mais a libra nas negociações internacionais. A consolidação do dólar como moeda-chave do sistema foi possível devido à influência financeira exercida pelos Estados Unidos sobre os demais países. Os fluxos de capitais ainda eram limitados e o câmbio precisava ser fixo para evitar possíveis conversões de capital em ouro em detrimento do dólar. Além disso, o papel do Estado era fundamental na promoção do crescimento econômico para garantir o pleno emprego.

A conjuntura do final dos anos 1940 permitiu que os fluxos de capitais circulassem a despeito do câmbio fixo adotado pelos países. Naquele momento, a adoção de controle de capitais garantia a autonomia de políticas domésticas. Entretanto, no início da década de 1970, essas medidas não foram capazes de conter a escalada vertiginosa dos fluxos de investimento especulativo. Já em 1971, o governo norte-americano suspendeu a conversibilidade de sua moeda em ouro sob taxas fixas como resposta à crescente conversão de dólares em ouro por países estrangeiros, marcando o fim do acordo de Bretton Woods (Helleiner, 1994; Rodrik, 2011).

De acordo com o economista Robert Triffin, há uma incompatibilidade entre a atuação de uma moeda como ativo de reserva e seu país emissor garantir a liquidez internacional. No contexto de Bretton Woods, Triffin apontou que havia uma contradição na atuação do dólar enquanto moeda reserva e a existência do padrão ouro-dólar, pois para atender à demanda de conversão de dólares em ouro, os Estados Unidos só poderiam emitir sua moeda para gerar superávits no balanço de pagamentos. No entanto, esta dinâmica geraria mais entrada de dólares do que saídas, restringindo a função do dólar como garantidor de liquidez internacional. Por outro lado, o aumento do déficit minaria a credibilidade do dólar, impactando negativamente o funcionamento do sistema. Para contornar este dilema, a paridade do padrão ouro-dólar foi sendo gradualmente abandonada, rompendo com a necessidade de conversibilidade em ouro e permitindo a atuação da moeda norte-americana como meio de circulação internacional (Teixeira, 2000). Prosseguindo, o regime de taxas de câmbio fixas foi sendo substituído, quando finalmente em 1973, o regime de câmbio flutuante foi oficialmente sancionado. Com efeito, os países da Europa e o Japão intensificaram os controles na tentativa de evitar a interferência dos capitais especulativos na economia doméstica, todavia, não foi possível impedir as pressões para flutuar suas moedas. Assim, no início de 1973, esses países adotaram a taxa de câmbio flutuante, abandonando o sistema de paridades fixas. Não obstante, o novo regime cambial engendrou instabilidades no sistema monetário.

Não obstante, no final dos anos 1970, a confiança na moeda norte-americana passou a ser questionada e houve uma considerável saída de dólares dos mais importantes mercados financeiros globais. Paul Volcker foi nomeado para chefiar o Federal Reserve com o objetivo de resgatar a confiança financeira internacional, através de uma agenda mais ortodoxa, buscando manter a hegemonia do dólar. Naquele momento, a influência dos governos estrangeiros e de investidores privados poderia limitar o escopo de política de doméstica dos Estados Unidos, que se encontrava diante de um dilema: resgatar sua autonomia doméstica ou

manter o compromisso com a abertura financeira. Dar continuidade ao processo de globalização foi a decisão escolhida e a adoção do controle de capitais foi descartada (Helleiner, 1994).

Ademais, os Estados Unidos decidiram elevar as taxas de juros para proteger a função de reserva de sua moeda nacional. Carneiro (1999) preconiza que esta opção, combinada com o avanço da liberalização financeira, foram cruciais para o financiamento dos déficits norte-americanos sem impactos na autonomia de política doméstica. Cumpre ressaltar que o aumento nas taxas de juros dos Estados Unidos pressionou a dívida externa dos países do Sul Global, principalmente dos países latino-americanos, culminando na crise da dívida nos anos 1980.

Como resultado, houve um redirecionamento dos fluxos de capitais nos primeiros anos da década de 1980, tornando a economia norte-americana a principal devedora líquida internacional. As flutuações nas taxas de câmbio tornaram-se frequentes e desestabilizadoras, acompanhadas pela volatilidade dos juros. Em síntese, fatores como a desvinculação do dólar com o ouro, os choques do petróleo e o estabelecimento do regime de taxas de câmbio flutuantes foram cruciais para o esgotamento do sistema monetário instituído em Bretton Woods.

1.3. SURGIMENTO DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Após os acontecimentos que culminaram no colapso de Bretton Woods nos anos 1970, o domínio da agenda de liberalização e a consequente maior integração financeira³ entre os países permitiram o surgimento de um novo SMI, acompanhado de uma nova fase da globalização, essencialmente financeira.⁴ As medidas adotadas pelos Estados Unidos para frear o enfraquecimento de sua moeda criaram outras formas de intermediação financeira, engrenagem necessária para avançar nesse processo de globalização, caracterizado pela dominância dos mercados de capitais em relação ao sistema de crédito comandado pelos bancos no período anterior. Nessa nova configuração, a economia norte-americana consolidou sua posição hegemônica. Com efeito, nas palavras de Gourinchas (2019, p. 4): *“Put simply, since 1971 the centrality and dominance of the dollar has increased in all dimensions.”*

³ A integração financeira internacional pode ser entendida como o aprofundamento financeiro dos países, mensurado a partir dos ativos e passivos financeiros em relação ao Produto Interno Bruto (PIB), ou ainda através dos dados sobre as participações em carteira de títulos (Lane e Milesi-Ferretti, 2003). Outra perspectiva relaciona a integração financeira internacional com o grau de restrições ao movimento de capitais, associando-a com a liberalização financeira (Chinn e Ito, 2007). Já a integração financeira regional ocorre quando um grupo de países se organiza visando um mercado único. Dito de outra forma, os mercados financeiros destes países se tornam mais interligados entre si do que aos centros financeiros internacionais. Este tipo de integração depende dos interesses dos governos locais e os possíveis benefícios dependerão do tamanho e da estrutura dos mercados financeiros domésticos (Belfrage *et al.*, 2016).

⁴ Para uma análise sobre o conceito de globalização, ver Petrella (1996). Para mais detalhes sobre as ondas de globalização anteriores, ver Prates (2002, cap. 2) e Rodrik (2011).

Para Chesnais (1998), este processo é denominado de mundialização financeira e possui três fases. A primeira teve início nos anos 1960 e se caracterizou por uma internacionalização financeira “indireta”, isto é, havia a coexistência de sistemas monetários e financeiros que funcionavam através de um sistema de finanças administradas. Até 1979, alguns episódios importantes ocorreram, como a formação dos mercados de títulos nos Estados Unidos e eurodólares, esgotamento do sistema de Bretton Woods, adoção do regime cambial flexível e surgimento dos mercados de derivativos. Como desdobramento, é iniciada a segunda fase em 1980, que duraria até 1985. Naquele momento, os países passaram a retirar os controles para o movimento de capitais, impulsionando a liberalização financeira. Com isso, as finanças de mercado (ou seja, sem intermediação) se tornaram protagonistas no SMI, com destaque também para a desregulamentação dos mercados, securitização da dívida pública, políticas monetárias voltadas para atrair capitais externos e crescimento dos fundos de pensão. Por fim, a terceira fase iniciou em 1986, seguindo até 1995, e se caracterizou pela inclusão dos mercados emergentes nessa dinâmica. Houve a abertura dos mercados de ações e de *commodities*, bem como a intensificação das transações nos mercados de câmbio. Vale mencionar que foi a partir desta etapa que os choques e bolhas especulativas ganharam proeminência.

Constata-se, portanto, que o avanço da globalização financeira se tornou viável à medida que o neoliberalismo se estabelecia como a ideologia dominante, em contraposição ao período keynesiano. No nível interno, este processo está relacionado com as medidas liberalizantes, como a eliminação dos controles sobre a entrada e a saída de capitais. No externo, a globalização financeira reflete a integração dos mercados financeiros domésticos aos mercados internacionais (De Conti *et al.*, 2014).

De acordo com Prates (2002), a consolidação dessa nova fase da globalização está diretamente ligada à postura adotada pelos Estados Unidos, enquanto detentor da moeda-chave do sistema que emergiu com o colapso de Bretton Woods. A abertura financeira e as práticas de desregulamentação adotadas pelos países no contexto da globalização financeira possibilitaram a criação de novos instrumentos financeiros, como os derivativos. Na visão de Carneiro (1999), o cerne da globalização financeira é o elevado grau de mobilidade de capitais. De fato, a abertura das economias possibilitou a maior integração entre os países e os capitais puderam se propagar livremente, enquanto a preferência pela liquidez de seus detentores definia o destino mais rentável. Diante do exposto, conclui-se que a globalização favoreceu o aumento da importância de corporações transnacionais, instituições financeiras internacionais e entidades da sociedade civil nas decisões globais de alocação de capital. Este novo cenário

impõe desafios aos formuladores de política no sentido de ampliar, ou apenas manter, a margem de manobra para a definição de uma agenda voltada para os objetivos domésticos.

Com o início da década de 1980, as ideias neoliberais foram sendo difundidas entre os países num cenário representado pelo padrão dólar-flexível. Os fluxos de capitais passaram a ter livre mobilidade em escala global e ocorreu uma ressignificação do papel do Estado, que passou a ser um agente passivo no processo econômico. Não obstante, a integração dos países da América Latina ao sistema financeiro global não foi aprofundada na década de 1980 devido à crise da dívida externa. A partir dos anos 1990, a agenda neoliberal avançou fortemente para a periferia, em especial nos países latino-americanos. Dentro desse contexto, as reformas propostas no Consenso de Washington visavam estimular a abertura financeira, privatizações, desregulamentação dos mercados, eliminação de controles de capital.⁵

A base teórica utilizada pelos defensores da liberalização financeira deriva da teoria neoclássica sobre a eficiência de mercado. Nesse sentido, advogam a favor da livre atuação dos mercados, sem intervenção do Estado e argumentam que a liberalização seria benéfica para o crescimento dos países periféricos, pois a entrada de investimentos externos estimularia o crescimento dessas economias, consideradas escassas em capital. As hipóteses de mercados eficientes e expectativas racionais norteiam os argumentos a favor da liberalização financeira, desconsiderando a importante contribuição de Keynes sobre o funcionamento dos mercados e o fato de os agentes tomarem suas decisões em um ambiente caracterizado pela incerteza. Ou seja, as informações disponíveis sobre o futuro são limitadas e a economia está constantemente sujeita a eventos adversos e choques inesperados (Alves Jr *et al.*, 2000; Stiglitz, 2000; Kregel, 2008; Paula, 2011).

No caso das economias periféricas que, segundo a argumentação convencional são escassas em capital (ou seja, poupança), o livre movimento de capitais reduziria as taxas de juros domésticas e resolveria o problema da escassez de recursos para investimento produtivo. Portanto, o cerne do argumento utilizado pelos defensores da liberalização é que esse processo permitiria a maior eficiência do sistema financeiro, associada a uma diversificação financeira e

⁵ Recentemente, Prates *et al.* (2023) contribuíram para o debate ao apresentarem uma distinção entre dois grupos de países periféricos, que compõem a chamada “periferia financeira”: Economias de Mercados Emergentes (EMEs) e Economias de Mercado Fronteiriças (EMFs). O primeiro grupo se refere às economias periféricas inseridas na globalização financeira nos anos 1990, enquanto no segundo estão os países periféricos de renda baixa (ou média-baixa) que abriram seus mercados apenas após a crise financeira de 2008. Os dois grupos são afetados pelos choques financeiros e vulneráveis à preferência pela liquidez dos investidores internacionais. No entanto, os efeitos são mais fortes nas EMFs, o que contribui para a sua maior vulnerabilidade externa. Assim, o atual paradigma da globalização financeira confere à periferia a divisão em dois grupos, afetados de diferentes formas pelos fluxos financeiros.

maiores incentivos para poupar. Nesse sentido, a conjuntura seria benéfica para os países, inclusive para as economias periféricas. Em contraste, de acordo com a abordagem pós-keynesiana, a abertura das economias não gera maiores níveis de crescimento dos países periféricos. Ao contrário, ao se inserirem no processo de globalização, essas nações enfrentaram alta volatilidade do câmbio, déficits em conta corrente, redução da margem de manobra da política doméstica e tornaram-se frequentemente mais vulneráveis a choques especulativos. Em síntese, a visão pós-keynesiana admite que os indivíduos tomam suas decisões em um ambiente de incerteza, rejeitando a hipótese convencional de mercados eficientes e expectativas racionais. As informações sobre o futuro são limitadas e as expectativas são formadas de forma subjetiva, ou seja, os mercados financeiros estão sujeitos à volatilidade intrínseca (Alves Jr *et al.*, 2000; Paula, 2011).

Como observa Rodrik (2011), o Consenso de Washington impulsionou a ideia de que a globalização ajudaria os países periféricos a superarem a condição de pobreza. A narrativa utilizada era que essas nações possuíam mercados domésticos ineficientes devido às restrições impostas pelos governos e, por isso, deveriam se abrir para o comércio internacional e receber fluxos de capitais dos países mais ricos. Nesse sentido, instituições como o FMI e o Banco Mundial foram cruciais para legitimar o neoliberalismo na periferia. De fato, Carvalho (2004) afirma que a orientação do FMI para a adoção de políticas restritivas decorre do objetivo de sua criação, ou seja, socorrer países deficitários e orientá-los a reduzir seus gastos. Em 1947, o medo do retorno da depressão foi substituído pela preocupação com a inflação. Havia o temor de que o excesso de demanda, provocado tentativa dos países europeus de recuperar rapidamente suas economias, pudesse comprometer a estabilidade cambial internacional. Nesse sentido, o FMI se constituiu como uma instituição voltada para o combate à inflação através de um receituário de políticas contracionistas e ajustes macroeconômicos, a despeito dos efeitos adversos provocados no nível de atividade econômica.

Outro ponto importante é apresentado por Dourado e Mollo (2019), que argumentam como a abertura financeira limita as ações do Estado em termos de regulação e estímulo ao investimento, uma vez que exige uma “disciplina” dos governos locais em termos fiscais, monetários e macroeconômicos. Qualquer tentativa de adotar medidas regulatórias torna o país menos atraente para o capital externo e, conseqüentemente, os países que abrem suas economias financeiramente ficam sujeitos à constante ameaça de saídas repentinas de capital e subordinação da política monetária.

Ademais, a predominância da lógica financeira transformou a relação entre os diferentes atores econômicos – Estado, firmas não financeiras, famílias, investidores institucionais – e

provocou o descolamento dos setores financeiro e industrial, afetando negativamente o crescimento econômico. Nesse novo cenário, os investimentos produtivos tornaram-se menos atraentes devido ao menor retorno e de longo prazo, enquanto competem com os retornos mais altos e rápidos do setor financeiro, sendo este fenômeno conhecido na literatura como financeirização.⁶ Como as economias do Sul Global estão inseridas de forma subordinada no SMI em relação às demais nações, seu processo de financeirização possui um caráter subordinado, consolidando sua posição assimétrica (Kaltenbrunner e Paineira, 2017).

Vê-se, portanto, que a subordinação financeira enfrentada pelos países do Sul Global é resultado da sua forma de integração financeira. Em outras palavras, estas nações estão inseridas de forma subordinada no SMI e, no contexto da globalização financeira, abriram suas economias para a entrada de capitais externos, que são pró-cíclicos e moldados principalmente por fatores externos. Consequentemente, o ambiente macroeconômico do Sul Global tornou-se mais instável e as taxas de câmbio mais voláteis. Deste modo, o *policy space* desses países é impactado pela subordinação financeira, pois são fortemente dependentes das decisões econômicas dos países centrais (Bonizzi, 2014; Bortz e Kaltenbrunner, 2017; Bonizzi *et al.*, 2022; Paula *et al.*, 2023).

Na mesma linha, Demir (2007) destaca que, no âmbito dos programas de liberalização, as empresas do setor produtivo passaram a ter mais acesso ao mercado financeiro, o que provocou uma transferência de recursos do setor real para o financeiro. Os retornos mais altos e de curto prazo atraíram os investimentos dessas empresas num contexto de aumento da incerteza e redução do crédito. As novas possibilidades de alocação de recursos contribuíram para a financeirização das firmas não financeiras, afetando negativamente a formação de capital fixo.

⁶ A teoria regulacionista interpreta a financeirização como um novo regime de acumulação guiado pelas finanças (*finance-led growth*), amparado pelo avanço das desregulamentações e maior fluxo de capitais entre os países. Esse novo regime de acumulação diverge daquele observado durante o fordismo. Na teoria política marxista, a financeirização guia o regime de acumulação de uma nova fase do capitalismo, caracterizada pela expansão da lógica financeira. Esse cenário é favorecido pelo avanço das políticas neoliberais que moldou um novo cenário composto por inovações tecnológicas, mudanças institucionais e um intenso processo de desregulamentação. Já na visão pós-keynesiana, a financeirização pode ser definida como o aumento nos investimentos especulativos em detrimento dos produtivos, com impacto negativo sobre as taxas de crescimento econômico. Esse processo afeta o sistema econômico nos níveis macro e micro, favorecendo a predominância do setor financeiro em relação ao setor real e contribuindo para a desigualdade de renda. No nível macroeconômico, ocorre uma desaceleração do crescimento real, dada a transferência de renda do setor real para o financeiro. No microeconômico, há uma mudança no comportamento das firmas não financeiras, que passam a priorizar a geração de valor ao acionista (*shareholder value*), alterando as estruturas de governança e metas de gerenciamento (Leal, 2022).

1.4. ASPECTOS IMPORTANTES DA NOVA COMPOSIÇÃO MONETÁRIA INTERNACIONAL

Segundo Prates (2002), o SMI é moldado por três fatores: moeda-chave do sistema, regime da taxa de câmbio e grau de mobilidade de capitais. No caso do sistema que emergiu após o colapso de Bretton Woods, os três elementos foram: (i) dólar americano como moeda-chave, (ii) regime de câmbio flutuante e (iii) livre mobilidade de capitais. A seguir, iremos analisar os componentes de cada fator do atual SMI.

1.4.1. Dólar americano como moeda-chave

Como visto, a libra foi a moeda-chave antes da 1ª GM, dividindo esta posição com o dólar no período entre guerras e, finalmente, após o colapso de Bretton Woods, o dólar se consolidou como a principal unidade monetária do SMI. Teixeira (2000) mostra que isso foi possível devido à natureza fiduciária da moeda norte-americana, isto é, baseada na confiança dos agentes sobre sua segurança e conversibilidade. A centralidade do dólar no sistema garantiu um elevado grau de autonomia de política doméstica para os Estados Unidos, permitindo que suas decisões reverberassem por toda a economia global. E, assim, puderam ratificar sua posição como principal país da dinâmica global, com o predomínio militar, monetário e financeiro sobre o resto do mundo.

Na mesma linha, Eichengreen (2011) argumenta que, na prática, o dólar era pouco utilizado nas transações internacionais antes da 1ª GM, uma vez que o mercado da libra era o mais líquido do mundo. Este cenário mudou com a criação do *Federal Reserve* (Fed), o banco central dos Estados Unidos, em 1913. Observa-se que, antes da criação do Fed, os bancos dos Estados Unidos não podiam negociar com aceitações bancárias e nem abrir filiais em outros países. Com isso, os mercados domésticos possuíam baixa liquidez. A partir de então, a economia norte-americana desenvolveu seus mercados domésticos, que se tornaram líquidos, profundos e abertos. Por consequência, até 1931, o Fed foi o maior investidor no mercado de aceitações bancárias, o que atraiu transações financeiras internacionais para os Estados Unidos.

Com efeito, a supremacia do dólar após a 2ª GM está relacionada com o domínio dos Estados Unidos sobre as transações financeiras e comerciais globais, num contexto em que economias europeias e Japão ainda não haviam se recuperado. Além disso, países como Alemanha, França e Japão adotaram controles de capitais, limitando a liquidez de seus mercados e, conseqüentemente, a utilização de suas moedas internacionalmente. Assim, o

desenvolvimento dos mercados financeiros norte-americanos foi a força motriz da maior utilização do dólar na esfera internacional (Eichengreen, 2005; Frankel, 2012).

Para Gourinchas (2019), a importância do dólar está relacionada com o declínio do bloco soviético no fim dos anos 1980. Por consequência, a concepção de economias centralmente planejadas foi substituída pelas economias guiadas pelo mercado, compostas pelas liberalizações financeiras e comerciais. De forma complementar, Prates (2002) afirma que o dólar se tornou uma referência obrigatória nas negociações financeiras, sendo o principal ativo utilizado. Nesse cenário, o papel da dívida pública norte-americana foi fundamental para garantir sua posição como moda forte. Todos os agentes que utilizassem operações de securitização e arbitragem deveriam, obrigatoriamente, usar o dólar em alguma transação. Dessa forma, foi se estabelecendo como a divisa dominante nos mercados financeiros internacionais, enquanto os títulos da dívida pública foram ganhando a confiança dos investidores.

Entende-se, por isso, que o papel do dólar enquanto moeda-chave do atual SMI confere aos Estados Unidos um “privilegio exorbitante”⁷, refletido na sua plena autonomia macroeconômica e na influência global. Também são beneficiados com baixos custos de financiamento e podem incorrer em déficits na conta corrente. De fato, os desdobramentos do fim do acordo de Bretton Woods forneceram à economia norte-americana uma superioridade monetária avassaladora, enquanto emissora da principal moeda reserva do mundo (Eichengreen, 2011). Em contrapartida, as outras moedas ficam com o “fardo compulsório” por não serem completamente conversíveis como o dólar e apresentarem uma relevância marginal para a economia global. Por consequência, seus países emissores são dependentes dos ciclos de liquidez e de altas taxas de juros, fatores que engendram efeitos deletérios na macroestrutura doméstica e na taxa de câmbio (Carneiro e De Conti, 2020).

Isto posto, é importante mencionar que existe um forte componente de inércia na constituição do SMI, pois mudanças no *status* da moeda ocorrem lentamente. Dito de outra forma, eventuais alterações nos determinantes não são capazes de modificar a estrutura do sistema de forma rápida. Para fins de ilustração, a libra continuou sendo a moeda-chave mesmo depois do enfraquecimento econômico da Grã-Bretanha. Já o dólar se estabeleceu nesta posição muitos anos depois da consolidação dos Estados Unidos como a principal economia global. Assim, a inércia ocorre devido à existência de externalidades, economias de escala e efeitos de

⁷ O termo “privilegio exorbitante” (“*exorbitant privilege*”, em inglês) foi cunhado, nos anos 1960, pelo então Ministro das Finanças da França, Valéry Giscard d'Estaing, para se referir aos benefícios garantidos aos Estados Unidos por emitirem a moeda-chave do sistema (Eichengreen, 2011).

rede que surgem através da utilização das moedas que já atuam no cenário internacional. Há uma forte tendência para a utilização de uma divisa que já tenha sido importante no passado, sobrepondo as características intrínsecas da moeda (Krugman, 1984; Chinn e Frankel, 2007; De Conti, 2011).

Resumindo, o dólar americano, enquanto moeda-chave, encontra-se no topo da hierarquia monetária e possui um privilégio exorbitante em relação às outras moedas. Em consonância, os Estados Unidos possuem plena autonomia de sua política monetária, com liberdade para determinar suas taxas de juros e seguir uma agenda voltada para os objetivos domésticos. Como a economia global é fortemente dependente do dólar, os Estados Unidos conseguem manter déficits sem prejudicar sua macroestrutura e não enfrentam crises no balanço de pagamentos. Não obstante, esta dinâmica gera instabilidades ao SMI, ratificando seu caráter assimétrico.

1.4.2. Regime de câmbio flutuante

O maior movimento de capitais, principalmente nas economias periféricas, trouxe para o debate o questionamento sobre a validade do tradicional trilema (ou trindade impossível, que consiste na percepção de que, diante de um ambiente com livre mobilidade de capitais, a política monetária só consegue agir de forma independente se a taxa de câmbio adotada for flutuante. Flassbeck (2001) argumenta que, na verdade, ocorre uma “dualidade impossível”, pois há uma incompatibilidade entre uma conta financeira aberta e política monetária independente. Por consequência, a flutuação do câmbio não impede que as economias sejam afetadas pelos movimentos do ciclo financeiro global, determinados principalmente pelos países centrais.

Por sua vez, Rey (2013) mostra, através de um robusto estudo econométrico, que países que possuem a conta financeira aberta enfrentam um “dilema” – e não um trilema – uma vez que o regime cambial flutuante não garante uma política monetária independente. As decisões dos países centrais são internalizadas pelos demais, em especial aqueles integrados de forma subordinada. Uma forma de proteção contra essa influência seria a adoção de controles de capital, que serviria também para fornecer maior autonomia à política monetária doméstica. Assim, uma conta financeira administrada através de políticas macroprudenciais e/ou controle de capitais garantiria uma margem de manobra maior para que o país possa agir de forma mais autônoma domesticamente

Já Obstfeld (2015) sugere que a flexibilidade da taxa de câmbio é capaz de solucionar a questão do trilema monetário, isto é, a independência da política monetária é possível mesmo

nos países periféricos financeiramente integrados. Para o autor, o obstáculo está no trilema financeiro, pois a eficácia da política financeira torna-se limitada em uma economia aberta, mesmo sob taxas de câmbio flexíveis. Resumindo seu ponto de vista, a globalização financeira é um processo benéfico, mas que possui uma contrapartida, caracterizada pelo *tradeoff* que os *policymakers* enfrentam para adotar uma política monetária capaz de atingir múltiplos objetivos domésticos. Ou seja, é o trilema financeiro que limita a utilização de mais ferramentas na gestão econômica, não o trilema monetário.

Na verdade, a flutuação das taxas de câmbio não corrigiu os desequilíbrios no balanço de pagamentos, ao contrário, provocou uma intensa volatilidade das taxas de juros. Ademais, a flexibilidade do câmbio não foi capaz de fornecer maior autonomia de política doméstica. O cerne desse revés estava justamente na maior mobilidade de capitais, que exigia que os países utilizassem constantemente a política monetária para conter as oscilações e instabilidades. Ainda, a natureza intrinsecamente volátil dos fluxos de capitais e a imprevisibilidade das taxas de câmbio promoveram a especulação nos mercados de divisas. É nesse sentido que Calvo e Reinhart (2000) argumentam que as economias periféricas possuem um “medo de flutuar” (*fear of floating*), devido às grandes oscilações cambiais que enfrentam. Apesar de adotarem um regime de câmbio flutuante *de jure*, observa-se que, *de facto*, utilizam regras alternativas, como por exemplo, *soft pegs*, *crawling pegs*, entre outras.

Outro ponto importante é que os países do Sul Global – a partir da crise asiática de 1997 e da subsequente adoção de regime de câmbio flutuante em várias economias emergentes – tendem a acumular reservas cambiais como forma de proteção para possíveis fugas de capital, isto é, como estratégia para amortecer os choques das crises financeiras e suavizar o movimento das taxas de câmbio. Após as crises especulativas no final dos anos 1990, as economias periféricas buscaram alternativas para se proteger contra saídas repentinas de capital, resultando na estratégia de retenção de reservas internacionais. O estoque de moeda estrangeira sinaliza que o banco central pode canalizar as reservas para o mercado e garantir a liquidez dos investidores internacionais. Salienta-se que mesmo as economias que adotam um regime cambial flutuante acabam perdendo graus de autonomia, pois o banco central realiza constantes intervenções, operando no mercado de câmbio para controlar episódios de apreciação e, principalmente, depreciação. A retenção de divisas internacionais é, portanto, um instrumento de proteção imediato, capaz de fornecer alguma margem de manobra e acomodar saídas repentinas de capitais.⁸

⁸ Há um debate sobre os custos e benefícios de uma país acumular reservas internacionais. Com efeito, Carvalho (2010) aponta que os custos das reservas emprestadas são calculados a partir do *spread* entre as taxas de juros do

De acordo com Aizenman (2019), a maior integração financeira entre os países introduziu a estabilidade financeira como objetivo político, transformando o trilema em “quadri-lema”. Países com instituições frágeis são mais propensos a absorver os choques globais e, no contexto do quadri-lema, a gestão das reservas internacionais e a adoção de medidas macroprudenciais contribuem para reduzir a transmissão dos choques externos para o ambiente doméstico. Desta forma, os países que possuem instituições maduras e maior *policy space* são mais resilientes a estes choques, alcançando maior estabilidade financeira.

Em resumo, os países do Sul Global estão inseridos de forma subordinada no SMI que emergiu após o colapso de Bretton Woods e, para se integrarem à globalização financeira, adotaram uma agenda liberalizante ancorada nos princípios neoliberais recomendados por instituições como FMI e Banco Mundial, no âmbito do Consenso de Washington. Por consequência, passaram a receber volumosos fluxos de capitais, caracterizados por seu caráter pró-cíclico e determinados pelas decisões de portfólio dos investidores globais. Os desdobramentos desse cenário impactaram as variáveis econômicas domésticas do Sul Global, com destaque para a alta volatilidade cambial, dependência de elevadas taxas de juros, vulnerabilidade externa e redução do *policy space*. Adicionalmente, a estratégia de acumulação de reservas, em detrimento de medidas de controle de capitais, não reduz efetivamente a vulnerabilidade dessas economias, pois representa apenas um alívio imediato.

1.4.3. Livre mobilidade de capitais

Aizenman (2019) sugere que a maior mobilidade de capitais e, a consequente abertura dos mercados do Sul Global, deslocaram estas economias para o meio termo do trilema. Em outras palavras, a estabilidade cambial e os mercados domésticos fechados foram substituídos pela flutuação acentuada do câmbio e elevado grau de abertura financeira. Como resultado, fez-se necessário acumular preventivamente reservas internacionais e utilizar políticas macroprudenciais visando manter a estabilidade financeira. No entanto, nem todas as economias periféricas adotam estas medidas e, desta maneira, são fortemente afetadas pelos ciclos de liquidez e apetite ao risco dos investidores. Em paralelo, Haldane (2011) introduz a metáfora “*Big Fish Small Pond*” (tradução livre: “peixe grande num lago pequeno”), na qual os

serviço da dívida externa e as taxas decorrentes dos títulos que o país possui. Geralmente, as reservas são denominadas em títulos de alta liquidez e baixo rendimento e, assim, o *spread* acaba sendo negativo. Já no caso das reservas ganhas (resultado da acumulação de excedentes na balança corrente), o cálculo torna-se mais difícil, uma vez que envolve custos de oportunidade, pois o país poderia utilizar esses recursos investidos em títulos de maior rendimento. Não obstante, manter reservas fornece segurança ao país, especialmente para as EPes, que estão integradas de forma subordinada.

grandes peixes são os países centrais, enquanto os lagos pequenos são os mercados financeiros emergentes. Com isso, a volumosa entrada de capitais nesses mercados, num mundo financeiramente interligado, possui impactos significativos sobre todo o SMI.

Como já destacado, a abordagem convencional supõe que as economias periféricas são escassas em capital e, por isso, a liberalização financeira seria benéfica ao permitir a entrada de investimentos externos. De maneira oposta, a visão pós-keynesiana sustenta que a liberalização financeira tornou as economias periféricas mais vulneráveis a choques especulativos, volatilidade cambial e instabilidade macroeconômica. Adicionalmente, identifica o caráter volátil e pró-cíclico dos fluxos de capitais como um impedimento ao bom funcionamento das economias de mercado, uma vez que entradas volumosas de capitais externos especulativos tornam a economia mais vulnerável a crises e flutuações, afetando negativamente o crescimento econômico.⁹

Com efeito, Stiglitz (2000) mostra que a prociclicidade dos fluxos de capitais contribui para as flutuações econômicas, resultando em uma maior instabilidade. Ou seja, a liberalização financeira não fornece a estabilidade econômica preconizada por autores *mainstream*. A atuação desses fluxos nos mercados cambiais é citada por Paula (2011), que também mostra que o enfoque pós-keynesiano enfatiza que a taxa de câmbio passa a ser cada vez mais volátil e determinada pelas decisões de portfólio dos investidores internacionais. Já Carneiro (1999) preconiza que a alta volatilidade dos fluxos de capitais está relacionada ao avanço do domínio da acumulação financeira sobre a produtiva, uma vez que os investidores responsáveis pelo movimento desses fluxos são guiados pela lógica especulativa. Ou seja, o caráter especulativo da tomada de decisão desses agentes confere a volatilidade intrínseca dos fluxos de capitais externos. O autor conclui que esse fator é um elemento vital para entender a dinâmica da globalização financeira.

De acordo com Studart (2006), a entrada dos fluxos de capitais afetou negativamente as principais variáveis econômicas dos países latino-americanos, como taxa de câmbio, oferta de

⁹ Uma importante contribuição pós-keynesiana para entender a dinâmica dos mercados financeiros está na Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) desenvolvida por Hyman Minsky. A HIF advoga que o capitalismo possui falhas - como insuficiência de demanda agregada - e que o arranjo institucional é importante para garantir a harmonia econômica. De acordo com Minsky (1982[2016]), as crises financeiras são sistêmicas e inerentes à dinâmica econômica, ou seja, não são eventos pontuais, a situação anormal é o período de estabilidade e ausência de crises. Carvalho (2015) mostra que a HIF pode ser aplicada às economias capitalistas contemporâneas, que são integradas financeiramente e, conseqüentemente, sujeitas a bolhas especulativas, instabilidades e crises financeiras. A HIF supõe que mesmo que o equilíbrio seja alcançado, ele será desfeito uma vez que a economia possui impulsos endógenos que pressionam a posição de estabilidade. Desta forma, o sistema econômico vai se tornando cada vez mais vulnerável e frágil, engendrando pequenos choques que podem ter grandes efeitos e provocar crises profundas e duradouras.

crédito e preços dos ativos domésticos. O autor sinaliza que os canais financeiros domésticos – como a estrutura dos mercados financeiros domésticos e as variáveis que compõem a dinâmica de crescimento – são fundamentais para entender como entradas volumosas de capitais externos afetam o desempenho doméstico dos países periféricos, em especial da América Latina. Prosseguindo, nessas economias os mercados de ativos secundários não são desenvolvidos e, por isso, são muito sensíveis às oscilações nos ciclos de liquidez. Ademais, o descolamento entre os mercados primário e secundário favorece o surgimento de bolhas especulativas.

De forma complementar, Paula (2011) argumenta que os estudos empíricos não mostram uma relação robusta entre liberalização financeira e crescimento econômico. Na verdade, algumas economias periféricas foram fortemente afetadas por crises financeiras quando iniciaram seu processo de integração financeira. Estas crises ocorreram principalmente devido à saída repentina de fluxos de capitais, provocando efeitos negativos no ambiente macroeconômico doméstico. Outro fator a ser mencionado é que as volumosas entradas de capitais pressionam o câmbio, favorecendo a apreciação e, como resultado, impactando negativamente as exportações e o nível de produto. Já os países centrais só liberalizaram suas economias depois de desenvolverem seus mercados financeiros domésticos, gerenciando também sua conta de capital. Logo, a liberalização financeira não está diretamente relacionada com um maior crescimento econômico, sendo mais consequência do que causa deste processo.

Bonizzi (2017) destaca algumas limitações da teoria convencional sobre esse tema, como por exemplo, não separar os diferentes tipos de investidores; considerar apenas as características dos ativos e dos mercados, negligenciando as questões referentes às escolhas subjetivas dos agentes; e examinar a dinâmica dos fluxos a partir das decisões econômicas reais, sem levar em conta fatores monetários e financeiros. O autor desenvolve um referencial teórico, sob o prisma pós-keynesiano, que ressalta o papel dos investidores institucionais (como seguradoras, fundos de pensão e outros gestores de ativos) na dinâmica dos mercados financeiros. O argumento utilizado é que os fluxos de capitais que procuram o Sul Global são guiados pela escolha de portfólio dos investidores institucionais por ativos de mercados emergentes.

Em contrapartida, Carvalho *et al.* (2015) argumentam que a dimensão dos investidores institucionais em relação aos outros agentes individuais, como famílias e firmas. Um dos principais segmentos desses investidores são os fundos de pensão, que agregam poupadores que buscam aumentar seu retorno através de aplicações financeiras no longo prazo. Os fundos de investimento são compostos por indivíduos que pretendem aplicar seus recursos em um segmento específico, enquanto as companhias seguradoras utilizam os prêmios pagos por seus

segurados para realizar investimentos. Cumpre destacar que a atuação de investidores institucionais alterou a forma de funcionamento do sistema financeiro ao impor suas decisões de portfólio em busca de retornos cada vez mais elevados.

Assim, a preferência pela liquidez determina a demanda desses investidores e, como as moedas periféricas oferecem os menores prêmios de liquidez, seus países emissores são considerados locais mais arriscados e aumentam suas taxas de juros para atenuar essa condição. Não obstante, são receptores dos fluxos mais voláteis e cíclicos, responsáveis pela alta volatilidade cambial e vulnerabilidade externa. Nas palavras de Bonizzi (2017):

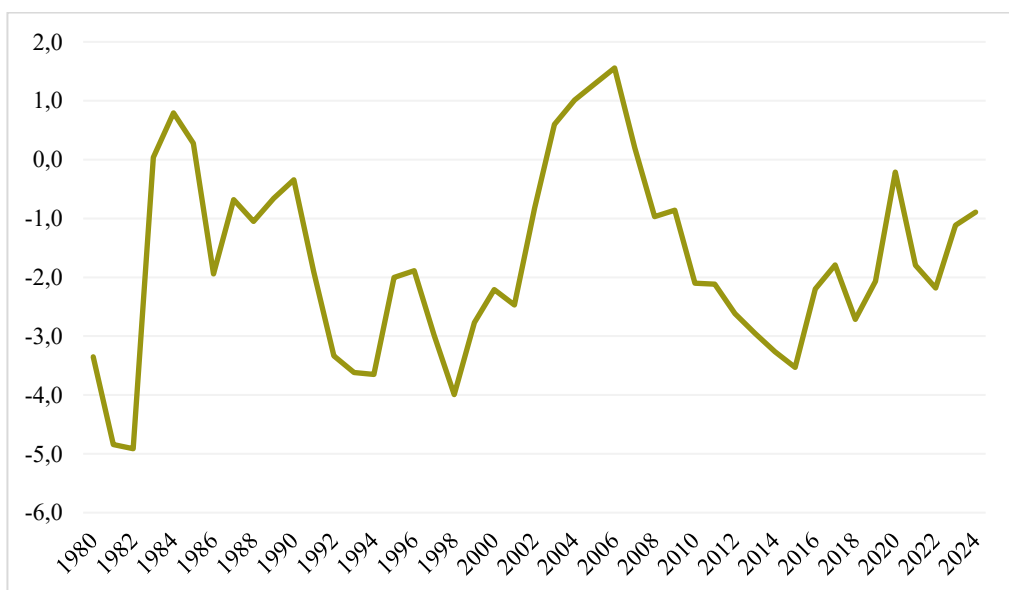
“Capital flows, therefore, can be understood as an international asset demand, the demand that foreign investors have for a country’s assets. They are the result of a financial decision rather than a real one, and will thus be subject — in line with the post-Keynesian literature — to liquidity preference considerations. Emerging markets are at a disadvantage due to the lower liquidity of their currency, which makes their financial assets a marginal and risky investment, subject to greater demand volatility.” (Bonizzi, 2017, p. 149).

Biancarelli (2011) também entende que os investidores institucionais, enquanto principais agentes de financiamento, exercem um papel crucial no movimento dos fluxos de capitais. Juntamente com as reformas liberalizantes e disseminação de instrumentos financeiros, moldam as relações na era da globalização financeira. Nesta dinâmica, todos os agentes econômicos (bancos, firmas e famílias) são impactados pelas maiores possibilidades de diversificação de portfólio, fomentando a procura por atividades especulativas com retornos de curto prazo. No atual SMI, a volatilidade dos fluxos de capitais é mais intensa, especialmente nos momentos de maior incerteza.

Assim sendo, os investidores institucionais exercem um papel crucial nos mercados financeiros e sua atuação nos mercados domésticos tornou-se possível através do avanço da globalização financeira e seus desdobramentos, já explicitados anteriormente. Além de determinar o destino dos fluxos de capitais, as escolhas desses agentes são um fator crucial na dinâmica macroeconômica dos países, em especial das economias periféricas, com impactos na taxa de câmbio, política monetária e *policy space*. Com efeito, Keynes (1930[2013]) no capítulo 36 do *“Treatise on Money”* já demonstrava sua preocupação em relação ao impacto dos fluxos de capitais sobre a macroestrutura doméstica dos países, com destaque para a autonomia de política. O argumento proposto é que a livre entrada de capitais externos reduz a margem de manobra da política monetária, que é utilizada para atenuar possíveis flutuações na conjuntura doméstica causadas por tais fluxos.

Resumidamente, segundo a teoria pós-keynesiana, os fluxos de capitais possuem um caráter volátil e pró-cíclico. Além disso, de maneira oposta à visão *mainstream*, a abordagem pós-keynesiana mostra que a abertura financeira não favorece o crescimento econômico dos países pertencentes ao Sul Global. Sob este prisma, os indivíduos tomam suas decisões em um ambiente de incerteza, rejeitando a hipótese convencional de mercados eficientes e expectativas racionais. Para fins de ilustração, o gráfico 1 apresenta um panorama sobre o saldo da conta corrente dos países da América Latina e Caribe entre 1980 e 2024. Resumindo os pontos discutidos, os dados comprovam que estes países apresentam uma tendência à manutenção dos déficits ao longo dos anos. O período mais significativo de superávit ocorre no início da década de 2000, devido aos benefícios do *boom* das *commodities*, mencionado anteriormente. De fato, os países latino-americanos são dependentes dos ciclos de *commodities* e seu desempenho da conta corrente tende a ser mais volátil.

GRÁFICO 1: Saldo da conta corrente (em % do PIB) dos países da América Latina e Caribe (1980-2024)



Nota 1: Dados do *World Economic Outlook* (WEO), abril de 2025.

Fonte: FMI/WEO. Elaboração própria.

Alguns autores, como Andrade e Prates (2013), sugerem que o ambiente econômico global pós-Bretton Woods foi caracterizado alta volatilidade das taxas de câmbio, de juros e dos preços dos ativos. A globalização financeira, ao intensificar a integração entre os países, favoreceu a difusão das turbulências financeiras, mesmo para aqueles locais que não possuíam relação com o problema original. Assim, a combinação do dólar como moeda-chave, taxas de

câmbio flutuantes e livre mobilidade de capitais determina a alta volatilidade dos fluxos financeiros e da alta preferência pela liquidez dos agentes.

1.5. AS ASSIMETRIAS ENFRENTADAS PELAS ECONOMIAS DO SUL GLOBAL

Historicamente, os países possuem diferentes arranjos macroeconômicos e, desde a formação do atual SMI, após o fim de Bretton Woods, os países do Sul Global estão inseridos de forma subordinada. Esta dinâmica engendra consequências, como por exemplo, a dependência dos ciclos de liquidez internacional, dos movimentos dos fluxos de capitais e das decisões dos investidores estrangeiros. Como resultado, apresentam alta volatilidade cambial e precisam elevar constantemente suas taxas de juros para atrair capital e evitar saídas repentinas. Além disso, possuem um *policy space* menor para adotar uma agenda macroeconômica voltada para os objetivos domésticos. Outro ponto de destaque é a existência de importantes assimetrias, como a financeira, monetária, macroeconômica e produtiva, que decorrem da instabilidade intrínseca do atual SMI. Isto posto, nas próximas subseções iremos examinar os elementos que compõem as assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva. A assimetria monetária será analisada separadamente no capítulo 2.

1.5.1. Assimetria financeira

A assimetria financeira é caracterizada pelos determinantes dos fluxos de capitais (Prates, 2005). Para entender este processo, é fundamental analisar os desdobramentos do fim do acordo de Bretton Woods e do maior movimento de capitais entre os países, resultado da globalização financeira. Existe, assim, uma relação desigual em termos de finanças, que reforça a disparidade entre os países do Sul Global e as demais nações, assim como gera um fluxo de receita financeira para as economias centrais. Como antecipado, o movimento dos fluxos de capitais para o Sul Global está associado à preferência dos investidores internacionais por ativos mais arriscados, isto é, uma busca por diversificação de risco. O Plano Brady permitiu a reestruturação da dívida externa dos países latino-americanos nos anos 1990 e, juntamente com a liberalização financeira, tornou essas nações atrativas para os fluxos de capitais. Com efeito, a periferia é mais vulnerável às oscilações na preferência pela liquidez dos investidores internacionais e, conseqüentemente, mais suscetível a crises especulativas e cambiais.

Akyüz (2011) aponta três fases importantes do movimento dos fluxos de capitais. A primeira começou no final da década de 1970, terminando com a crise da dívida da América Latina; a segunda iniciou-se nos anos 1990 com a abertura financeira dos países dessa região,

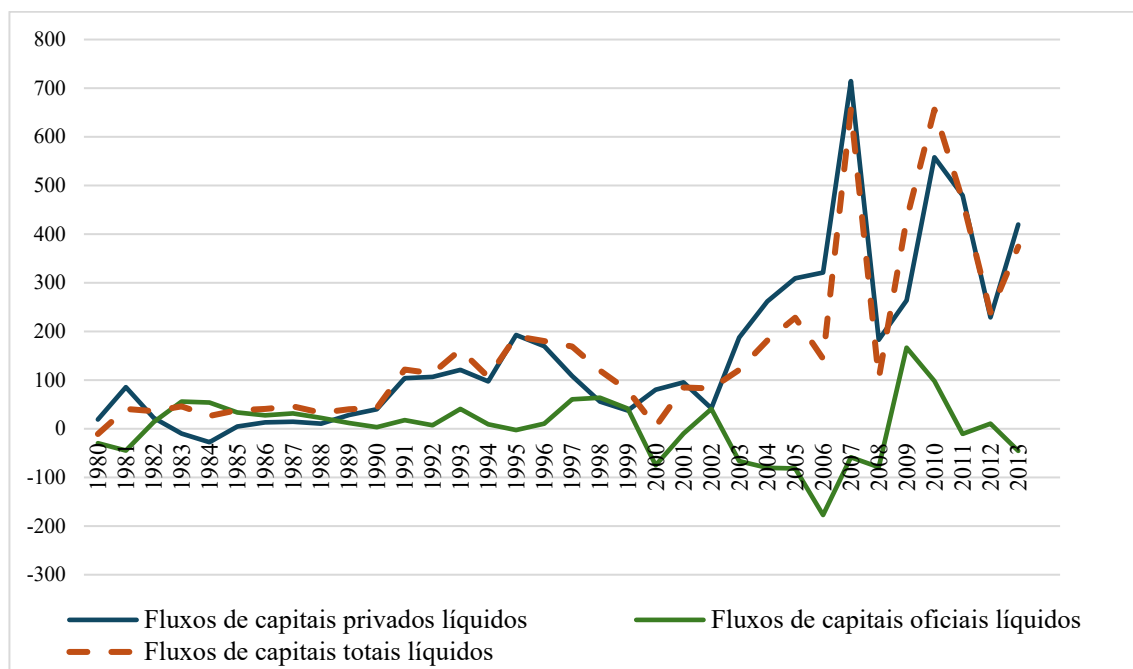
cessando no final da década com as crises nos mercados emergentes; finalmente, a terceira fase começou nos anos 2000 e terminou em 2008 com a chegada da crise financeira. O ponto em comum entre os três ciclos é que seu início foi marcado pela expansão da liquidez internacional e a adoção de baixas taxas de juros pelas principais economias, especialmente a norte-americana. Já as finalizações ocorreram por razões distintas, como a mudança na política monetária dos Estados Unidos no primeiro ciclo, posteriormente as crises da dívida e o efeito contágio e, por fim, a crise do *subprime* e o aumento da aversão ao risco.

De acordo com Prates (2002), a instabilidade sistêmica é uma característica do SMI que emergiu após o colapso de Bretton Woods e favorece a ocorrência de crises financeiras, uma vez que os choques são rapidamente transmitidos entre os países em um ambiente de finanças liberalizadas. Nesse contexto, os países periféricos são vulneráveis e tendem a apresentar crises cambiais e bancárias mais severas. Com efeito, as crises especulativas ocorridas no final dos anos 1990 no México, Leste Asiático, Rússia e outros países da América Latina (como Brasil e Argentina), geraram uma fuga de capitais em outros mercados considerados emergentes, devido ao efeito contágio.

Prosseguindo, as baixas taxas de juros praticadas pelos países centrais e o aumento da liquidez engendraram um *boom* nos fluxos de capitais no início dos anos 2000. Em decorrência da crise da bolha da internet (*dot-com bubble*), o Fed reduziu drasticamente as taxas de juros para evitar uma recessão, enquanto alguns países passaram a investir em títulos do tesouro norte-americano. Houve um aumento dos fluxos de capitais para as economias do Leste Asiático, que cresciam rapidamente naquela época. No entanto, o colapso de diversas instituições financeiras nos Estados Unidos, em especial o Lehman Brothers, interrompeu o *boom* de capitais na segunda metade de 2008 (Akyüz, 2011),

O gráfico 2 mostra a evolução dos fluxos de capitais (ou fluxos financeiros) para os mercados emergentes e economias em desenvolvimento, utilizando a nomenclatura do FMI. Com efeito, houve uma redução dos fluxos privados em 1982 devido à moratória da dívida externa declarada pelo México. Outros países latino-americanos apresentaram um cenário macroeconômico desfavorável, com baixas taxas de crescimento, alta inflação e desemprego. A dependência de capitais externos provocou altos índices de dívida externa, caracterizando a década de 1980 como “a década perdida”. O volume de fluxos privados voltou a subir no início dos anos 1990, devido à adesão desses países ao Plano Brady com o objetivo de reestruturar essa dívida, além das medidas liberalizantes adotadas no contexto do Consenso de Washington. Outra queda pode ser observada no final da década de 1990, devido ao efeito contágio nos mercados emergentes, mencionado anteriormente.

GRÁFICO 2: Fluxos de capitais (em US\$ bilhões) para os Mercados Emergentes e Economias em Desenvolvimento (1980-2013)



Nota 1: Este foi o último relatório a adotar as terminologias apresentadas no gráfico.

Nota 2: Dados do *World Economic Outlook* (WEO), outubro de 2014.

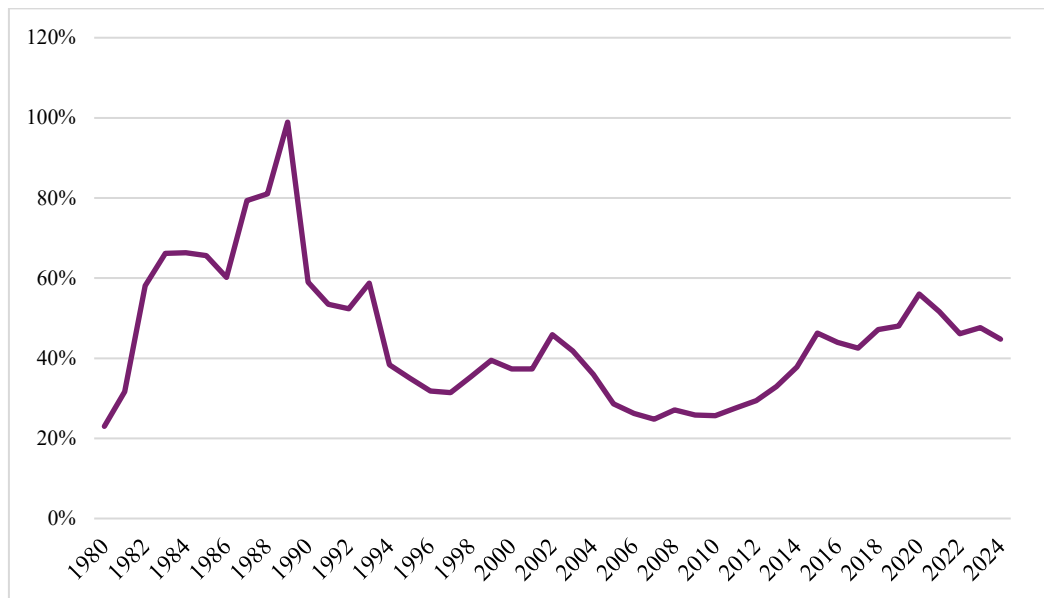
Fonte: FMI/WEO. Elaboração própria.

No início dos anos 2000, os fluxos privados voltaram a se expandir, atingindo um pico antes da eclosão da grande crise financeira de 2008, quando voltaram a cair. Uma recuperação pode ser observada em 2010, seguida por outra queda em 2012, devido à crise econômica dos países europeus. Cumpre ressaltar que a trajetória dos fluxos oficiais segue uma direção oposta, uma vez que os governos costumam atuar fortemente nos momentos de retração, atingindo até valores negativos, especialmente em meados da década de 2000.

Agora, o gráfico 3 mostra a evolução da dívida externa dos países da América Latina e Caribe, entre 1980 e 2024. Observa-se um crescimento da dívida ao longo da década de 1980, com o pico em 1989. Já nos anos 1990, a adesão ao Plano Brady representou uma redução da dívida externa desses países. Este indicador voltou a subir no início dos anos 2000, como resultado da fuga de capitais decorrente dos choques especulativos e seus desdobramentos sobre o cenário macroeconômico dos países latino-americanos. Posteriormente, o *boom* das *commodities* contribuiu para a redução da dívida externa e, conseqüentemente, para o aumento no nível de reservas internacionais, sendo a alta demanda da China por bens primários foi crucial para este cenário. Após a crise financeira de 2008, a dívida externa dos países

observados voltou a crescer, alcançando um nível significativo no ano da pandemia. Após 2020, esse valor voltou a declinar.

GRÁFICO 3: Dívida externa total (em % do PIB) dos países da América Latina e Caribe (1980-2024)



Nota 1: Dados do *World Economic Outlook* (WEO), abril de 2025.
Fonte: FMI/WEO. Elaboração própria.

Prates *et al.* (2023) preconizam que, após a crise financeira de 2008, os investidores estrangeiros passaram a guiar suas escolhas de portfólio baseadas em fundos geridos passivamente ou orientados por índices de referência¹⁰, principalmente para investir na periferia financeira. Esta estratégia resulta num comportamento de manada, expondo ainda mais as EMEs e EMFs aos choques financeiros globais e preferência pela liquidez dos investidores. Vale destacar que o cenário de baixas taxas de juros globais favoreceu o maior movimento de fluxos financeiros para as EMFs, atraídos pelos retornos mais elevados oferecidos. Não obstante, estas nações enfrentaram uma expansão da dívida e da carga e de juros, especialmente a partir de 2011. Em síntese, os rendimentos decrescentes dos títulos das EMEs nos anos 2000 fomentou a expansão dos fluxos para outras áreas da periferia financeira, alcançando as EMFs,

Cumprе mencionar que a crise provocada pela eclosão da pandemia de COVID-19 teve significativas implicações para o movimento de capitais em escala global. Fatores como o fechamento das economias, o ambiente de incerteza sobre a descoberta de novas variantes e a

¹⁰ *Emerging Market Bond Index* (EMBI) do J.P. Morgan; *Next Generation* (NexGen), que é o índice de referência para títulos soberanos; e os índices MSCI do Morgan Stanley para ações.

demora para ampliar a cobertura vacinal engendraram uma queda nos fluxos financeiros internacionais. Outro evento importante foi o início do conflito entre Rússia e Ucrânia em 2022. A economia global foi afetada pelas turbulências geradas após a invasão russa, com efeitos sobre os preços da energia e dos alimentos. Com a resposta da Ucrânia, houve uma intensa saída de capitais dos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. As sanções impostas pelos Estados Unidos e pela Europa – como o congelamento de parte das reservas cambiais e a exclusão dos bancos russos do SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) – apresentaram efeitos sobre toda a economia global.

De acordo com o relatório publicado pelo FMI em 2023, conhecido como *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER), as economias avançadas tiveram saídas líquidas de capital em 2021, com recuperação observada em 2022. Nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento, houve saídas líquidas de capital entre 2021 e 2022, especialmente capitais mais voláteis e outros investimentos. Além disso, também houve uma queda no volume de reservas internacionais, possivelmente devido à utilização para conter movimentos acentuados na taxa de câmbio. Os fluxos de Investimento Estrangeiro Direto (IED) se recuperaram nos dois grupos de países.

1.5.2. Assimetria macroeconômica

A partir de uma abordagem estruturalista latino-americana, Ocampo (2001) aponta que há uma relação assimétrica financeira entre os países, na qual o centro produz choques que são absorvidos pela periferia, caracterizando os países centrais como “*business-cycle/policy makers*” e os periféricos como “*business-cycle/policy takers*”. Entende-se, desta forma, que existe uma assimetria macroeconômica, que impacta o ciclo de negócios, os preços das *commodities*, os fluxos de capitais e o comércio, como também reduz os graus de liberdade para a gestão da política macroeconômica dos países periféricos (Biancarelli, 2011). É evidente, portanto, que as políticas e as condições macroeconômicas das economias centrais determinam a trajetória dos fluxos de capitais. Por consequência, volumosas entradas de capitais engendram desequilíbrios macroeconômicos nas economias do Sul Global, uma vez que estas nações utilizam esses capitais para financiar seus déficits em conta corrente, na tentativa de equilibrar o balanço de pagamentos (Akyüz, 2011).

Pode-se encontrar uma relevante contribuição no trabalho de Ocampo (2013), no qual o autor destaca as implicações do balanço de pagamentos para a dinâmica macroeconômica de curto prazo nas economias periféricas, regime conhecido como “dominância do balanço de

pagamentos”. Dito de outra forma, o cerne desta análise está nos efeitos da transmissão dos choques externos, através do balanço de pagamentos, para o ambiente macroeconômico doméstico. A dependência dos ciclos de liquidez internacional pressiona a política macroeconômica da periferia que, conseqüentemente, se comporta de forma pró-cíclica, isto é, segue a mesma direção dos choques externos e afeta as taxas de juros, de câmbio e a trajetória de crescimento interno. Em síntese, essas condições reduzem a margem de manobra da política macroeconômica e os *policymakers* enfrentam obstáculos para adotar medidas anticíclicas capazes de reverter este cenário.

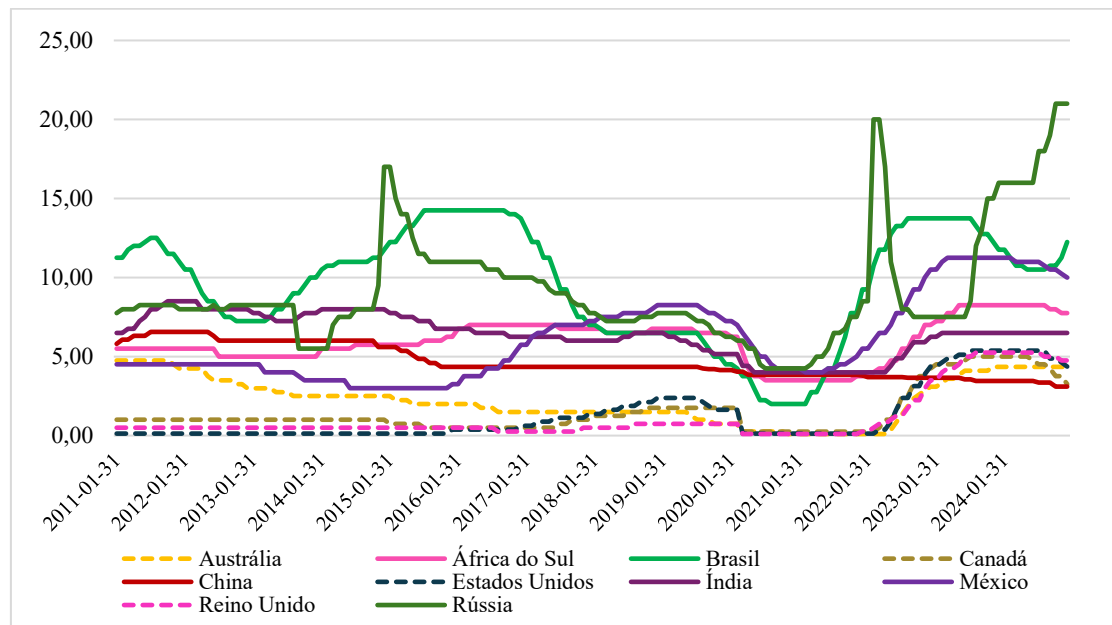
Por sua vez, Akyüz (2018) enfatiza que alterações macroeconômicas nos países avançados impactam também o balanço patrimonial dos demais. Grande parte dos passivos externos das economias periféricas é absorvida na forma de ativos externos pelas economias centrais, enquanto os ativos externos detidos por estas nações representam passivos externos no centro. É notório, assim, que ocorrem grandes transferências de riqueza da periferia para o centro.¹¹

Vê-se, portanto, que a assimetria macroeconômica restringe o *policy space* da periferia, comprometendo a plena autonomia das políticas fiscal, monetária e cambial. Enquanto as economias centrais desfrutam de uma grande margem de manobra para adotar políticas anticíclicas, o mesmo não acontece com as periféricas, situação que gera efeitos deletérios no crescimento econômico. A adoção de medidas mais austeras como sinalizadores de um comprometimento fiscal baseado na “disciplina de mercado”, elevadas taxas de juros utilizadas para atrair capitais externos e a adesão a regimes de metas de inflação são traços comuns nessas nações. O mais adequado seria resgatar a autonomia para adotar políticas macroeconômicas anticíclicas e de caráter desenvolvimentista.

Para fins de ilustração, o gráfico 4 mostra que México e os países que compõem o BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) adotam taxas de juros mais elevadas do que economias centrais como Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Austrália. A série histórica mostra que, devido à pandemia, as taxas de juros de todos os países selecionados apresentaram uma queda. Outro ponto de destaque é o expressivo aumento das taxas da Rússia em 2022 devido à eclosão do conflito com a Ucrânia. Por fim, vale mencionar que o Brasil e Rússia se destacam com as maiores taxas de juros.

¹¹ Para mais detalhes, ver Akyüz (2018).

GRÁFICO 4: Taxas de juros (em %) praticadas pelos bancos centrais de países selecionados (2011-2024)



Nota: Valores referentes ao período entre 31/01/2011 a 31/12/2024.

Fonte: Bank for International Settlements (BIS). Elaboração própria.

Nesse sentido, uma política fiscal baseada no investimento público, uma taxa de juros capaz de impulsionar o investimento produtivo e uma política cambial que permita que as autoridades monetárias foquem em múltiplos objetivos, são cruciais para alcançar níveis baixos de inflação, crescimento econômico e uma taxa de câmbio competitiva. Adicionalmente, políticas macroprudenciais e regulatórias são fundamentais para controlar o acesso ao mercado interno por fluxos especulativos, bem como amortecer os impactos na taxa de câmbio.

Na mesma linha, Paula *et al.* (2017) sugerem que nos momentos de baixo crescimento econômico, deve-se adotar políticas fiscal e monetária expansionistas, com o objetivo de estimular a demanda agregada. A gestão da taxa de juros também pode ser utilizada para impactar positivamente o nível de atividade econômica, reduzindo os efeitos negativos sobre a inflação. Sobre a política cambial, para evitar uma excessiva volatilidade, é necessário controlar os fluxos de capitais para amortecer os impactos das decisões dos investidores estrangeiros sobre a taxa de câmbio doméstica.

Para entender os impactos dos choques financeiros no ambiente macroeconômico doméstico, também é importante analisar a estrutura e a alavancagem dos balanços externos. Além disso, o indicador ativos financeiros líquidos (*net financial assets*, cuja sigla em inglês é NFA), que representa a diferença entre os estoques de ativos e passivos externos, permite compreender a forma de integração financeira de um país. Nesse sentido, Paula *et al.* (2024)

separam as economias periféricas em dois grupos: da América Latina e do Leste Asiático. Analisando a relação entre o NFA e o PIB de países selecionados¹², os autores concluem que a América Latina possui passivos externos mais elevados que os ativos, predominantemente compostos por outros investimentos. O oposto ocorre no Leste Asiático e o IED é o principal tipo de capital que, como se sabe, é menos volátil em relação às demais modalidades. Em consonância, a vulnerabilidade externa é maior no primeiro grupo, em razão do perfil de seu balanço patrimonial e da sua dependência de passivos externos. Em oposição, os países do segundo grupo possuem ativos externos compostos majoritariamente por reservas cambiais.

Isto posto, cabe ressaltar que além dos fatores financeiros, a assimetria macroeconômica é caracterizada pelo componente político, em virtude das pressões externas que os países periféricos enfrentam. A subordinação dessas economias e o reduzido *policy space* contribuem para que os governos locais adotem uma agenda baseada em princípios neoliberais, como forma de atender aos requisitos impostos pelas economias centrais e órgãos internacionais (como o FMI). Consequentemente, como já foi referido, se torna um desafio adotar políticas anticíclicas. Autores como Machado e Paula (2023) sugerem que as agências de classificação de crédito (como *S&P Global*, *Moody's* e *Fitch Ratings*) atuam em parceria com os governos das economias periféricas para impor uma agenda que sirva aos interesses do mercado financeiro. Esta cooperação resulta na redução do *policy space*, evidenciando o viés político dos relatórios fornecidos.

1.5.3. Assimetria produtiva

Paula *et al.* (2024) apresentam uma importante contribuição ao mostrarem que, além das assimetrias financeira e monetária, as economias periféricas enfrentam uma assimetria produtiva. Existem, assim, diferentes graus de subordinação financeira entre estas nações, que estão relacionados com a sua integração financeira internacional e com o tipo de estrutura produtiva. Os países latino-americanos – que possuem uma pauta exportadora majoritariamente baseada em *commodities* – incorporam pouco progresso técnico e sua estrutura produtiva é composta por bens básicos, com pouca complexidade, além de serem dependentes da entrada de fluxos externos. O oposto ocorre com os países asiáticos de maior dinamismo econômico – exportadores de produtos manufaturados com alto valor agregado – uma vez que a diversidade da pauta exportadora engendra posições fortes no seu balanço de pagamentos e reduz a necessidade de capital estrangeiro.

¹² Países da América Latina: Argentina, Brasil e México. Países do Leste Asiático: China, Coreia do Sul e Malásia.

Cabe esclarecer que o pensamento estruturalista da CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe) é fundamental para entender as especificidades presentes nos países latino-americanos e as implicações da assimetria produtiva. De acordo com Prebisch (1949[2000]), a divisão internacional do trabalho se caracteriza por uma dicotomia na qual a periferia concentra sua produção em bens primários e, o centro, em bens manufaturados. A América Latina, como parte da periferia, possui uma pauta exportadora majoritariamente composta por alimentos e matérias-primas. A conclusão do autor é que a industrialização é o caminho para que os países especializados na produção de matérias-primas possam superar a inserção subordinada e periférica no comércio internacional. Nesse sentido, uma importante contribuição é o conceito de deterioração dos termos de troca que, em oposição à tese de vantagens comparativas, sustenta que a produtividade na indústria cresce mais rápido do que a produtividade do setor primário, resultando em uma tendência de longo prazo de deterioração dos termos de troca, em decorrência da maior elasticidade de renda de longo prazo dos produtos manufaturados em comparação com os produtos primários, o que faz com que as economias centrais não só retenham os frutos do seu progresso técnico como se apropriem do modesto progresso técnico da periferia.

Outro ponto a se destacar é que a combinação entre abertura comercial e apreciação cambial gerou um processo de desindustrialização em alguns países latino-americanos. Fritz *et al.* (2022) ressaltam que a taxa de câmbio precisa ser competitiva para equilibrar os aumentos salariais acima dos aumentos de produtividade, a fim de evitar uma queda do emprego em setores intensivos em mão de obra com alta produtividade e, assim, não desencadear um processo de desindustrialização prematura.

De fato, a apreciação do câmbio, superior ao nível competitivo, pode afetar negativamente a estrutura produtiva dos países periféricos. Outro fator adicional é o fenômeno da doença holandesa, que estaria associado a uma pauta exportadora predominantemente composta por recursos naturais, com impacto negativo sobre o setor industrial. A doença holandesa é um desdobramento da presença de recursos naturais abundantes e apreciação do câmbio, que levam um país a se especializar na produção dos produtos em que possui vantagem comparativa e, com isso, a queda da participação do setor industrial afeta negativamente o crescimento econômico (Bresser-Pereira *et al.*, 2015). Para Paula *et al.* (2024), a doença holandesa reflete a perda da competitividade internacional do setor industrial, decorrente da apreciação cambial provocada pelos baixos custos na produção de bens básicos exportáveis.

Com efeito, os preços das *commodities* possuem uma forte correlação com os fluxos de capitais no ciclo financeiro global, o chamado “nexo *commodity*-finanças”. A política

monetária dos Estados Unidos é crucial para a dinâmica dos preços das *commodities*, pois a maior parte é cotada em dólar e muitos contratos também são liquidados em dólar. Portanto, os movimentos do dólar, dos fluxos de capitais e dos preços das *commodities* são diretamente ligados. Sendo assim, um enfraquecimento do dólar gera uma elevação nos preços das *commodities*, ao pressionar a demanda global. E este cenário impacta as entradas de capitais nas economias periféricas, especialmente naquelas que são exportadoras de *commodities* (Akyüz, 2011; 2020).

Nos últimos anos, a participação de Investidores de Índice de *Commodities* (*Commodity Index Investors*) vem crescendo substancialmente como estratégia de diversificação de portfólio. Desta forma, Carrera (2018) define a financeirização no mercado de *commodities* como o aumento da participação de instrumentos, mercados e atores financeiros sobre a determinação dos preços dos produtos básicos. Além da interação entre os níveis de oferta e demanda, os preços das *commodities* também são afetados por fatores financeiros e monetários. Assim, este tipo de financeirização reflete o impacto dos motivos financeiros da determinação dos preços desses bens e como os agentes especulativos atuam neste mercado por questões alheias à própria transação de bens primários.

Isto significa que os investidores utilizam posições com base na relação risco-retorno de carteiras que possuem futuros de *commodities* como uma forma de diversificação. Esses agentes supõem que as *commodities* são uma classe de ativos homogênea, com um prêmio de risco único. Consequentemente, a inclusão das *commodities* nas carteiras de fundos de investimento e instituições financeiras contribuíram para a alta nos preços nos anos 2000. Ou seja, há um componente especulativo por trás do *boom*, além de um excesso de liquidez (Mayer, 2009; Baffes e Haniotis, 2010).

Em resumo, os países exportadores de *commodities*, como os da América Latina, têm uma economia pouco diversificada e complexa, costumam ter forte dependência de capital estrangeiro, um saldo volátil em conta corrente e são dependentes do ciclo das *commodities*. Ou seja, dentro do grupo da periferia, os países latino-americanos são mais afetados pelas assimetrias do que os asiáticos (Paula *et al.*, 2024). Faz-se necessário evitar a apreciação da moeda nacional além do nível competitivo, buscando uma conta corrente equilibrada como forma de reduzir a vulnerabilidade externa e os efeitos negativos no ambiente macroeconômico (Fritz *et al.*, 2022). Isto posto, a tabela 1 sintetiza as principais características das três assimetrias, mostrando seus determinantes, causas e consequências.

TABELA 1: Resumo das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva

	Assimetria		
	Financeira	Macroeconômica	Produtiva
Determinantes	Fluxos de capitais	Ambiente macroeconômico doméstico	Estrutura produtiva
Causas	Globalização financeira e maior movimento de capitais	Transferência de renda da periferia para o centro	Pauta exportadora pouco diversificada e complexa
Consequências	Perda de autonomia da política monetária, volatilidade cambial	Restrição do <i>policy space</i> , dependência dos ciclos de liquidez internacional	Baixo dinamismo econômico, saldo em conta corrente mais volátil

Fonte: Elaboração própria.

1.6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente capítulo teve o intuito de apresentar a contextualização sobre o acordo de Bretton Woods e os aspectos que moldam o atual SMI, composto pelo dólar como moeda-chave, regime de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. A globalização financeira e a consequente liberalização, que resultaram na maior mobilidade de capitais, engendraram efeitos diversos nos países. Seguindo as recomendações do FMI no âmbito do Consenso de Washington, os países do Sul Global se inseriram na globalização financeira após anos enfrentando elevados índices de dívida externa. Para tanto, em particular os países latino-americanos, aderiram ao Plano Brady e passaram a adotar uma agenda neoliberal, caracterizada por desregulamentações, privatizações e eliminação de controles de capitais. Por consequência, tornaram-se mais vulneráveis a choques especulativos, dependentes da entrada de capitais, apresentando alta volatilidade cambial e *policy space* reduzido.

Como foi referido, a abordagem *mainstream* entende que a globalização financeira é benéfica, especialmente no tocante às medidas de liberalização, pois argumentam que a entrada de capitais externos pode estimular o crescimento da periferia, consideradas escassas em capital. De maneira oposta, a teoria pós-keynesiana apresenta importantes contribuições sobre o caráter volátil e pró-cíclico dos fluxos de capitais. Além disso, os investidores institucionais exercem um papel crucial nessa dinâmica, visto que suas escolhas determinam o destino desses fluxos. Vê-se, portanto, que a abertura financeira gera grandes desafios para que os países periféricos possam adotar políticas macroeconômicas voltadas para os objetivos domésticos.

O papel do dólar como moeda-chave do atual SMI permite que os Estados Unidos estabeleçam o rumo da economia global, usufruindo de sua plena autonomia e privilégio exorbitante. Por sua vez, os outros países – principalmente do Sul Global – ficam dependentes das decisões macroeconômicas da economia norte-americana. Neste cenário, a flutuação do câmbio não é suficiente para garantir uma política monetária independente, como determinado no clássico trilema.

Adicionalmente, as diferentes formas de integração financeira internacional resultaram em assimetrias (financeira, monetária, macroeconômica e produtiva) que ratificam as disparidades entre os países. Constata-se, assim, uma transferência de riqueza da periferia para o centro. O cerne da assimetria financeira está na análise nos determinantes dos fluxos de capitais, cuja contribuição da teoria pós-keynesiana é fundamental. Sobre a assimetria macroeconômica, pode-se destacar que os países periféricos possuem pouca margem de manobra de suas políticas, pois são mais afetados pelos ciclos de liquidez e absorvem os choques produzidos pelas economias centrais.

Na assimetria produtiva, o foco está nos diferentes tipos de estrutura produtiva, ou seja, países latino-americanos incorporam pouco progresso técnico e possuem uma pauta exportadora composta por *commodities*, sendo assim, mais dependentes de capital externo e mais vulneráveis que os países do Leste Asiático. Finalmente, a assimetria monetária será abordada no próximo capítulo.

Resumindo os pontos discutidos, as economias do Sul Global utilizam elevadas taxas de juros para atrair capitais externos e compensar o baixo prêmio de liquidez de suas moedas. A dinâmica doméstica é fortemente afetada pelos ciclos de liquidez internacional e suas taxas de câmbio refletem as decisões dos investidores globais. Estes fatores consolidam a posição subordinada dessas nações no atual SMI, uma vez que existe um forte componente de inércia que impede mudanças rápidas na estrutura do sistema. Torna-se claro que controles de capitais precisam ser utilizados para proteger a macroestrutura doméstica dos países, principalmente do Sul Global, que são mais vulneráveis aos ciclos de liquidez internacional.

Diante do exposto, o próximo capítulo será dedicado à análise da assimetria monetária, que na literatura existente, é caracterizada pela hierarquia de moedas. Conforme se pretende argumentar, ao incorporar o processo de internacionalização, é possível compreender melhor quais são as razões para a atuação das moedas no nível internacional e como isto está relacionado com os impactos dessa assimetria.

CAPÍTULO 2 – ASSIMETRIA MONETÁRIA REVISITADA: HIERARQUIA E INTERNACIONALIZAÇÃO DE MOEDAS

2.1. INTRODUÇÃO

A moeda exerce um papel fundamental nas relações entre os agentes econômicos. Sem ela, seria necessário haver uma dupla coincidência de desejos, na qual um agente desejaria algo em troca que, coincidentemente, outro teria para oferecer. Para tanto, as trocas de bens precisariam ser diretas, o que ocorre apenas em uma economia de escambo. As economias capitalistas modernas necessitam de um instrumento que possa viabilizar as transações entre os agentes e em diferentes períodos e, para tal propósito, utilizam a moeda. De acordo com Carvalho (1991, p. 85): “A moeda é a linguagem que une os agentes de uma economia monetária. Os contratos são sua gramática.”. Para Carvalho *et al.* (2015, p. 1): “A moeda é um objeto que responde a uma necessidade social decorrente da divisão do trabalho”. Nas palavras de Keynes (1930):

“Money itself, namely that by delivery of which debt contracts and price contracts are discharged, and in the shape of which a store of general purchasing power is held, derives its Character from its relationship to the money of account, since the debts and prices must first have been expressed in terms of the latter. Something which is merely used as a convenient medium of exchange on the spot may approach to being money, inasmuch as it may represent a means of holding general purchasing power. But if this is all, we have scarcely emerged from the stage of barter. Money proper in the full sense of the term can only exist in relation to a money of account.” (Keynes, 1930, p. 3).

Ao exercer as funções clássicas de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor, a moeda é, historicamente, utilizada pelos agentes econômicos para realizar transações. A função meio de troca decorre da divisão do trabalho e da necessidade de um instrumento que facilite o comércio entre os agentes, permitindo trocas indiretas e em diferentes prazos. Enquanto unidade de conta, é utilizada como uma medida para diferentes bens e serviços e, além disso, para denominar contratos. Por fim, a função reserva de valor permite que um agente possa reter recursos – na forma de moeda – e utilizá-los posteriormente. Vale destacar que a moeda moderna é fiduciária, ou seja, os indivíduos confiam que ela possui determinado valor e pode ser utilizada para diferentes transações. Vê-se, portanto, que as relações econômicas são factíveis devido à existência da moeda, que possui características físicas e econômicas próprias.

Isto posto, o presente capítulo tem o objetivo de contribuir para o debate através da percepção de que hierarquia de moedas e internacionalização são conceitos imbricados, isto é, diretamente conectados. Para tanto, o capítulo se inicia com a conceituação da moeda e sua

importância para as economias capitalistas modernas, apresentando os principais aspectos que compõem suas funções. A seção 2.2. mostra as divergentes visões sobre demanda e oferta de moeda e, na seção 2.3., é apresentada a contribuição pós-keynesiana sobre o prêmio de liquidez. A seção 2.4. trata da hierarquia de moedas, enquanto a seção 2.5. descreve o processo de internacionalização de moedas. Por fim, na seção 2.6. serão feitas as considerações finais sobre os temas tratados nas demais.

2.2. DEMANDA E OFERTA DE MOEDA: UMA BREVE NOTA

No tocante à demanda por moeda, cabe esclarecer que existe uma distinção entre as visões clássica e keynesiana.¹³ A versão clássica da demanda por moeda é conhecida na literatura acadêmica como Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e foi formulada a partir dos estudos de autores como David Hume, Alfred Marshall, Irving Fisher, Knut Wicksell e o monetarista Milton Friedman. De forma geral, a TQM postula que existe uma relação direta entre os preços e a quantidade de moeda, enquanto a velocidade de circulação e o volume de transações permanecem constantes.¹⁴ Em outras palavras, uma variação no estoque de moeda gera uma variação proporcional nos preços de bens e serviços, mas não possui um efeito permanente sobre as variáveis reais. Isto quer dizer que, *ceteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda em circulação engendra um aumento nos preços na mesma magnitude. Assim, sob o prisma da teoria clássica, a moeda é neutra, utilizada como um simples meio de troca e sua quantidade não impacta de forma permanente o nível de produto (Carvalho *et al.*, 2015).

Como observa Carvalho (1991), os primeiros escritos de Keynes usavam como referência a ortodoxia marshalliana e a TQM. Na obra “Tratado sobre Reforma Monetária” (“*A Tract on Monetary Reform*”), publicada em 1923, Keynes ainda admitia que a moeda era neutra e só poderia afetar o produto real no curto prazo. Já em “Tratado sobre a Moeda” (“*A Treatise on Money*”), de 1930, o pensamento de Keynes avança para uma mudança importante, na qual a moeda não é vista apenas como meio para circulação da renda, mas também como uma forma de circulação financeira. Agora, a moeda passa a ser analisada por Keynes como uma forma de

¹³ O objetivo do capítulo é desenvolver uma breve nota sobre as visões clássica e keynesiana da demanda por moeda, desconsiderando os pormenores do debate.

¹⁴ A TQM é representada pela equação difundida por Fisher: $MV = PT$, em que M é a quantidade de moeda em circulação, V é a velocidade de circulação da moeda, P representa os preços correspondentes dos bens e serviços e T a quantidade de transações físicas de bens e serviços. Posteriormente, surgiu uma versão modificada, representada por $MV = Py$, substituindo a quantidade de transações de bens e serviços pelo produto final da economia, representado por y .

conservar a riqueza ao longo do tempo, caracterizando a função reserva de valor. A teoria quantitativa é substituída (parcialmente) pela teoria da escolha de ativos, que mostra que a moeda pode afetar a demanda por outros ativos e ser uma forma alternativa de riqueza. Não obstante, Keynes ainda postulava que valia a teoria quantitativa no equilíbrio final de longo prazo.

Com o avanço dos estudos de Keynes sobre a moeda, a ruptura com suas raízes clássicas tornou-se inevitável. Foi assim que a obra “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” (“*The General Theory of Employment, Interest, and Money*”), publicada em 1936, revelou a nova trajetória teórica keynesiana e trouxe significativas contribuições para o entendimento das economias monetárias e o papel da moeda. Dentre elas, pode-se destacar o princípio da não neutralidade da moeda, ou seja, a moeda é capaz de afetar as variáveis reais tanto no curto quanto no longo prazo, já que afeta tanto as decisões de produção quanto as decisões de investimento na economia. Sendo assim, a moeda desempenha um papel fundamental no processo de acumulação de capital e sua não neutralidade configura a economia monetária keynesiana.

Outro ponto importante é a introdução da noção de que os agentes tomam suas decisões em um ambiente caracterizado pela incerteza, uma vez que as informações no presente não são completas e não há garantias de que as decisões do futuro se concretizarão. Com efeito, a noção da incerteza é mais um ponto de ruptura do pensamento keynesiano com a teoria clássica. Em momentos de maior incerteza, os agentes irão preferir demandar ativos mais líquidos, em busca de maior segurança e conversibilidade. Ou seja, existe um *tradeoff* entre rentabilidade e liquidez. Apesar de não fornecer rendimento, o prêmio de liquidez da moeda é significativo e apreciado em momentos de incerteza.

Em relação à oferta de moeda, também há uma distinção entre as visões convencional e pós-keynesiana, especialmente sobre a atuação dos bancos comerciais. Na visão neoclássica, os bancos são considerados meros intermediadores de recursos. Destarte, possuem um papel neutro e seu comportamento não afeta as condições de financiamento da economia (Paula, 1999). Em contraste, autores como Minsky (1982[2016]), ressaltam que bancos são firmas que buscam lucro e, portanto, guiam decisões pela sua preferência por liquidez, atuando de forma pró-cíclica e amplificando os momentos de euforia e de crise na economia.

Dentro da corrente pós-keynesiana, destacam-se as versões horizontalista e estruturalista da oferta monetária. Para Lavoie (2006), a endogeneidade da moeda é um ponto crucial na visão pós-keynesiana sobre a economia monetária, sendo Kaldor (1982) e Moore (1988) os pioneiros nesta análise nos anos 1980. O argumento de ambos é que a oferta de moeda

é endógena e determinada pela demanda, isto é, pelas decisões de gasto dos agentes, visão conhecida como horizontalismo. As taxas de juros de curto prazo seriam exógenas e determinadas pelo banco central, não pelo mercado. Além disso, os autores argumentam que não há excesso de oferta monetária e que o banco central não a controla totalmente. Segundo Dow (2006), a endogeneidade representa a capacidade dos bancos de criar depósitos de acordo com a quantidade de reservas, que é exógena. Portanto, o mercado de crédito exerce um papel crucial na oferta monetária.

Já nos anos 1990, a versão estruturalista da oferta de moeda emergiu dentro do arcabouço pós-keynesiano. Partindo do princípio de que análise horizontalista seria muito simplificada, os estruturalistas criticam alguns pontos, como por exemplo, a ausência de uma análise sobre a gestão de passivos dos bancos centrais e sobre a preferência pela liquidez dos bancos comerciais. O enfoque estruturalista destaca o papel da preferência pela liquidez na criação de crédito pelos bancos e inclui na análise o setor privado (firmas e famílias), além de auxiliar na compreensão das instabilidades financeiras. Assim, a oferta de moeda depende da postura dos bancos, que pode ser mais ou menos acomodatória (Dow, 2006).

Vale mencionar a contribuição de Knapp (1924), na qual o governo soberano possui superioridade em relação aos agentes privados, pois tem o poder de emitir moeda, impor obrigações fiscais e determinar a unidade de conta utilizada no processo econômico. Esta noção, conhecida como cartalista, pressupõe que o dinheiro é uma criatura do Estado, que desfruta de soberania para impor o que será aceito como moeda. Nesse sentido, governo e indivíduos possuem uma relação de crédito-dívida, que é intermediada através do pagamento de impostos denominados na moeda imposta pelo Estado soberano. Em síntese, sob a perspectiva cartalista, o governo define o que vai ser aceito como moeda, para que os indivíduos possam utilizá-la para o pagamento de impostos. Nas palavras de Tcherneva (2006), a visão cartalista supõe a origem do dinheiro no setor público, e não no setor privado.¹⁵

¹⁵ Para entender o papel do dinheiro no mundo contemporâneo, autores da Teoria do Dinheiro Moderno (*Modern Money Theory*, cuja sigla em inglês é MMT), também conhecidos como neocartelistas, rompem com a visão tradicional de orçamento equilibrado ao postular que um Estado soberano não depende de uma arrecadação prévia para gastar, pois é emissor de sua própria moeda. Sob este prisma, o Estado soberano jamais será insolvente na sua própria moeda, podendo, inclusive, sustentar déficits, pois pode financiar sua dívida através da emissão monetária. Para evitar uma trajetória ascendente da inflação, a contrapartida deve ser o aumento dos impostos (Wray, 2015). Assim, os impostos não são necessários para financiar os gastos públicos, mas sim para criar a demanda pela moeda imposta. Para Tcherneva (2006), a tributação tem a função de intermediar a transferência de recursos do setor privado para o público.

2.3. O PENSAMENTO PÓS-KEYNESIANO E A IMPORTÂNCIA DO PRÊMIO DE LIQUIDEZ

Os estudos de Keynes sobre a moeda e o funcionamento das economias monetárias são fundamentais para o desenvolvimento da macroeconomia. Ao considerar a moeda como um ativo, Keynes demonstrou que ela não é neutra no longo prazo e afeta substancialmente as variáveis reais (produto e emprego). Como os agentes tomam suas decisões em um ambiente de incertezas, a moeda fornece segurança e, por isso, possui uma elevada liquidez. É a partir desse arcabouço que a teoria pós-keynesiana avança e busca aprofundar o pensamento de Keynes, por volta dos anos 1970, com as contribuições de Paul Davidson, Hyman Minsky, Jan Kregel, Fernando Cardim de Carvalho, entre outros. A abordagem pós-keynesiana destaca o papel da moeda e dos contratos monetários, buscando fornecer diferentes roupagens para a macroeconomia keynesiana, que possam explicar melhor o funcionamento das economias capitalistas modernas.

Segundo Carvalho (1991), a principal questão do pensamento pós-keynesiano é o papel que a moeda exerce nas economias capitalistas modernas. Por sua vez, Minsky (1986[2008]) aponta que a visão neoclássica da economia é uma forma abstrata de entender as relações produtivas e financeiras, situação que o autor denominou como “feira de aldeia”. Em contraposição, há a economia monetária de produção apresentada por Keynes. Prosseguindo, o autor apresenta o conceito “paradigma de Wall Street” para ilustrar a ideia de que os investidores tomam decisões financeiras baseadas em modelos matemáticos neoclássicos, que fornecem resultados ilusórios e não se aplicam à realidade das economias monetárias. Isto porque não consideram pontos importantes como a incerteza, as formas de investimento e o papel da moeda. Assim, Minsky (1986[2008]) enfatiza a importante contribuição da Teoria Geral de Keynes sobre como as forças financeiras interagem com as variáveis macroeconômicas e determinam a trajetória da economia capitalista.

Na visão pós-keynesiana, a liquidez é o principal atributo da moeda. De acordo com Davidson (1978), a existência de contratos monetários é crucial para entender o conceito de liquidez, que representa a capacidade que um ativo possui de ser rapidamente convertido em dinheiro. Nesse sentido, a moeda é o meio utilizado para cumprir as obrigações contratuais. Carvalho (1991) contribui para o debate ao afirmar que a liquidez também está relacionada com a capacidade de um ativo conservar valor no tempo. Vê-se, portanto, que o prêmio de liquidez será maior quanto menor for o tempo necessário para a venda de um ativo e, além disso, quanto menor for a variação do seu valor. Prosseguindo, o autor afirma que a moeda não é neutra no longo prazo devido à liquidez que possui.

Davidson (1978) classifica os ativos de acordo com a sua liquidez. Os ativos ilíquidos, como bens de consumo duráveis, não conservam valor e, portanto, não fornecem liquidez. São demandados pelo retorno que podem gerar em uma data futura. Já os ativos líquidos fornecem liquidez, mas precisam oferecer outros tipos de retorno monetário. Por fim, os ativos plenamente líquidos – além da moeda – são aqueles que fornecem uma conversibilidade imediata e seu valor pode ser pré-fixado. Como mostra Carvalho (1992), existem diferentes graus de liquidez. Além da moeda, que é a forma ativo mais líquida, os outros tipos de ativos também possuem algum grau de liquidez, que depende de como seus mercados secundários são formados. Nesse sentido, os ativos ilíquidos não possuem mercados organizados e suas possibilidades de revenda são indeterminadas.

Com efeito, Keynes (1936[2018]) propõe que a moeda também é um ativo e a preferência pela liquidez determinará os motivos pelos quais ela será demandada. Primeiramente, o motivo transação reflete da necessidade de realizar transações e trocas rotineiras. O motivo precaução decorre da existência de incerteza não probabilística e do desejo pela segurança que a moeda fornece. O motivo especulação representa a expectativa de lucro futuro que o indivíduo possui, além da incerteza sobre a trajetória da taxa de juros.¹⁶ Portanto, os motivos para a retenção da moeda pelos agentes definem a preferência pela liquidez, que está estritamente relacionada com a determinação da taxa de juros. No entanto, como observa Carvalho (1992), a preferência pela liquidez não deve ser restrita a uma teoria da demanda por moeda, pois representa uma teoria dos preços dos ativos. Ou seja, engloba também a definição dos rendimentos e dos preços de outros ativos, uma vez que os ativos precisam oferecer diferentes retornos, pois possuem diferentes prêmios de liquidez.

No capítulo 17 da Teoria Geral, Keynes (1936[2018]) apresenta sua teoria sobre a preferência pela liquidez, uma importante contribuição que serviu de referência para os estudos pós-keynesianos. Segundo Keynes (1936[2018]), todos os ativos – incluindo a moeda – possuem atributos que compõem sua própria taxa de juros, seja em maior ou menor grau. Esses atributos representam a apreciação (ou depreciação) esperada do ativo (a), o rendimento (ou quase renda) esperada (q), o custo de carregamento (c) e o prêmio de liquidez (l). Assim, obtém-

¹⁶ Na obra Tratado sobre a moeda, Keynes (1930[2013]) propõe que a circulação industrial da moeda representa a quantidade de moeda demanda para a circulação de bens e serviços. Já a circulação financeira se refere ao montante de moeda utilizado para realizar operações com ativos. Posteriormente, na Teoria Geral, Keynes (1936[2018]) optou por tornar o conceito de circulação industrial no motivo transação, enquanto a circulação financeira se transformou nos motivos precaução e especulação. De forma adicional, Carvalho (1992) mostra que, após a publicação da Teoria Geral, Keynes introduziu o motivo financeiro, decorrente dos gastos considerados não rotineiros, como por exemplo, gastos discricionários que os agentes julgam que seja necessário algum planejamento.

se a equação da taxa própria de juros: $r = a + q - c + l$. Cumpre ressaltar que o prêmio de liquidez é um atributo subjetivo, que depende do quanto os agentes estão dispostos a pagar pela segurança que o ativo fornece.

Resumindo os pontos apresentados, a contribuição de Keynes sobre a liquidez dos ativos é a pedra angular utilizada pela corrente pós-keynesiana para entender o papel da moeda nas economias capitalistas modernas. Outro ponto importante é a compreensão do caráter volátil dos fluxos de capitais, determinado pelas escolhas de portfólio dos investidores. Essa dinâmica reflete a hierarquia entre as diferentes moedas nacionais, que atuam de maneira distinta no âmbito internacional, devido a diversos fatores que serão explicitados nas próximas seções.

2.4. ASSIMETRIA MONETÁRIA: HIERARQUIA DE MOEDAS, SEGUNDO A LITERATURA EXISTENTE

No capítulo 1, foram apresentadas as assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva, que impactam a dinâmica econômica e reduzem o *policy space* dos países pertencentes ao Sul Global. Como se sabe, o cerne das assimetrias está na falta de igualdade entre países centrais e periféricos no Sistema Monetário Internacional (SMI). No contexto monetário, a diferença está no papel que cada moeda nacional exerce fora de seu país de origem e, desta forma, a assimetria monetária é caracterizada pela hierarquia de moedas, conceito amplamente estudado por diversos autores.¹⁷ Desde o padrão ouro-libra, as moedas nacionais estão organizadas de maneira assimétrica, porém, esta hierarquia foi aprofundada após o início da globalização financeira. Autores como Paula *et al.* (2017) sugerem que, nos momentos de crise, as assimetrias financeira e monetária são amplificadas mutuamente.

Primeiramente, sob o prisma da Economia Política Internacional (EPI), o trabalho de Strange (1971) destaca a importância do fator político para internacionalização de uma moeda. Nesse sentido, a autora categoriza o uso internacional em quatro tipos, através de determinantes políticos e econômicos: principal, mestra, passiva (ou neutra) e política (ou negociada).¹⁸ Cabe esclarecer que o fator econômico é essencialmente importante para entender os tipos principal, passiva e política; enquanto o fator político se destaca no caso da moeda mestra.

A moeda principal é aquela emitida pelos países que lideram economicamente o mundo, sem necessariamente ser a melhor e a mais segura. Estes países possuem poder e influência econômica sobre os demais, porém, a influência política pode não ser tão ampla. A libra foi a

¹⁷ Carneiro (1999), Prates (2005), Kaltenbrunner (2011), Andrade e Prates (2013), De Conti *et al.* (2014), Fritz *et al.* (2018), De Conti e Prates (2018) e Orsi (2019).

¹⁸ Em inglês: *top currencies, master currencies, passive or neutral currencies, and political or negotiated currencies.*

moeda principal antes da Primeira Guerra Mundial, enquanto o dólar assumiu esta posição após a Segunda Guerra Mundial (2ª GM). A moeda considerada mestra é aquela cuja importância política fornece ao Estado emissor poder sobre seus subordinados, isto é, países aliados ou colônias. Já a moeda passiva (ou neutra) é fortemente determinada por fatores econômicos e seu país emissor deve ter uma postura que forneça confiança aos agentes. Por fim, a moeda política (ou negociada) é emitida por uma economia que já foi politicamente ou economicamente importante no passado. Neste caso, sua utilização internacional resulta de negociações políticas e econômicas (Strange, 1971).

Enquanto o trabalho de Strange (1971) reflete uma hierarquia implícita, Cohen (1998) apresenta a definição de pirâmide monetária, que consiste na estratificação das moedas em sete categorias e classificadas de acordo com as forças de mercado e as ações dos governos emissores. Nessa divisão, quanto maior for o domínio monetário, mais alta será a posição de moeda na pirâmide. No topo da pirâmide está a moeda principal, que é aquela utilizada na maior parte das transações transfronteiriças e possui considerável notoriedade além de seu território geográfico. Assim como Strange (1971), o autor afirma que apenas a libra e o dólar americano alcançaram este *status*. No período entre guerras, as duas moedas dividiram esta posição e, após a 2ª GM, o dólar passou a ocupá-la sozinho.

Prosseguindo, abaixo da moeda principal, encontram-se as moedas patricias, que são utilizadas em muitas transações transfronteiriças mas possuem uma influência menor do que a moeda principal. As moedas de elite são aquelas que denominam algumas transações mas não possuem uma relevância significativa fora de seu território emissor. Já as moedas plebeias são pouco utilizadas no mercado internacional e emitidas por pequenos países industriais, países em desenvolvimento e exportadores de petróleo. Abaixo, encontram-se as moedas permeadas, cujo domínio é pequeno dentro das próprias fronteiras e seu Estado emissor possui pouca soberania monetária. As quase-moedas não desempenham nenhuma das funções básicas dentro do próprio território, sendo substituídas por uma moeda internacional. Por fim, as pseudo-moedas praticamente não existem, uma vez que não desempenham nenhuma função tanto no nível nacional quanto no internacional (Cohen, 1998).

De maneira geral, a contribuição dos autores da EPI repousa sobre a importância do componente político para a atuação de uma moeda na esfera internacional. No entanto, as moedas periféricas e suas especificidades não estão incluídas nesta análise e, com isso, a visão pós-keynesiana busca ampliar a representação da pirâmide monetária, chegando ao conceito de hierarquia de moedas. A estrutura assimétrica do SMI engendra uma hierarquização das moedas nacionais, isto é, ocupam lugares distintos em função da sua capacidade de exercer as funções

básicas além de seu território de origem (Andrade e Prates, 2013; De Conti *et al.*, 2014; Fritz *et al.*, 2018). Sob o prisma pós-keynesiano, esta atuação no nível internacional está vinculada ao prêmio de liquidez da moeda. Aplicando a equação do retorno total de uma ativo, preconizada por Keynes, no âmbito internacional, é possível constatar que as moedas são posicionadas na hierarquia de acordo com seu prêmio de liquidez. Outro ponto importante é que quanto mais baixo é o prêmio de liquidez, menor é o *policy space* e maior é a volatilidade da taxa de câmbio (Paula *et al.*, 2017).

Como mencionado, o dólar americano é a moeda-chave do SMI que emergiu após o esgotamento de Bretton Woods ou, nas palavras de Carneiro (1999), o dólar é o núcleo desse sistema. Desta forma, a moeda norte-americana ocupa o topo da hierarquia. Abaixo, encontram-se as moedas centrais, que desempenham as funções na esfera internacional, mas em uma escala muito menor. Sua atuação é relativamente significativa, porém, não detêm o *status* do dólar. Já na base da hierarquia estão as moedas periféricas, cujo prêmio de liquidez é muito baixo e seus países emissores compartilham algumas características como dependência de altas taxas de juros, alta volatilidade cambial e macroestrutura doméstica instável.¹⁹

Com efeito, Carneiro (1999) propõe que as moedas nacionais podem ser divididas em três categorias: o dólar como moeda reserva, as moedas centrais como conversíveis e as moedas periféricas como não-conversíveis. Nesse esquema, os Estados Unidos definem a menor taxa de juros do sistema, pois emitem a moeda mais líquida e segura. As moedas centrais são menos seguras do que o dólar, portanto, as taxas de juros dos países emissores serão maiores. Por fim, os países emissores das moedas periféricas precisam oferecer uma taxa de juros ainda maior para compensar o maior risco.

Prates (2005) contribui para o debate definindo a conversibilidade como o fator determinante para que as moedas desempenhem as três funções no âmbito internacional. Ou seja, uma moeda será totalmente conversível caso seja aceita como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Enquanto na visão de Carneiro (2008) a inconvertibilidade monetária é uma característica das moedas periféricas, uma vez que não denominam mercadorias e contratos no âmbito internacional. Algumas são conversíveis no nível doméstico, mas em casos extremos, a moeda não é integralmente conversível em seu território de origem, perdendo sua capacidade de atuar como reserva de valor e sendo substituída por uma divisa estrangeira.

¹⁹ Vale mencionar que o renminbi é um caso particular, pois não é considerado uma moeda central e nem periférica. Seu estudo de caso será aprofundado no capítulo 4.

Por fim, cabe apresentar o conceito de hierarquia financeira, no qual Prates *et al.* (2023) analisam os ativos financeiros – e não as moedas – de acordo com seu rendimento. Esta hierarquia é moldada pelos diferentes retornos oferecidos pelos Estados Unidos (emissor da moeda-chave), demais países centrais e pela periferia. Dentro deste último grupo, a diferença entre os rendimentos dos ativos é maior do que aquela referente ao prêmio de liquidez das moedas periféricas. Por consequência, a vulnerabilidade externa das Economias de Mercado Fronteiriças (EMFs) é maior do que nas Economias de Mercados Emergentes (EMEs), evidenciada nos recentes choques externos ocorridos devido à eclosão da crise da COVID-19 e o conflito entre Rússia e Ucrânia. Os títulos das EMFs estão mais sujeitos a fugas de capitais e, adicionalmente, a dívida interna destas nações é composta por uma grande parcela da participação de investidores não residentes.

2.5. INTERNACIONALIZAÇÃO DE MOEDAS

2.5.1. Para além das fronteiras nacionais: a moeda no nível internacional

Como visto, a moeda possui um papel fundamental nas economias capitalistas modernas. Esta relevância transpõe a dimensão nacional e ela pode exercer as funções clássicas também no âmbito internacional. A ampliação dessa análise é a engrenagem necessária para compreender as relações entre os países no sistema monetário internacional, uma vez que as moedas nacionais desempenham diferentes funções e possuem diferentes graus de liquidez. Assim, uma moeda internacional é aquela utilizada fora das fronteiras do país emissor ou por agentes não residentes dentro do território nacional (Cohen, 1998; Kenen, 2009). Em outras palavras, uma moeda internacional exerce as funções básicas fora de sua jurisdição. Cohen (1998) apresenta o conceito de “*geography of money*”, no qual o autor preconiza que é preciso entender a relação entre o espaço geográfico e o papel que as relações monetárias. Numa escala global, o domínio monetário de uma país pode ser menor que o seu próprio espaço geográfico, uma vez que poucas moedas são plenamente utilizadas além de seu território nacional.

A internacionalização de moedas é analisada pelas abordagens teóricas da Economia Política Internacional (EPI), *mainstream* e pós-keynesiana. Dentro do arcabouço da EPI, os trabalhos de Strange (1971), Cohen (1971, 1998), Helleiner (2008) e Cohen e Benney (2013) são de extrema relevância. Strange (1971) identifica que o estudo sobre as moedas internacionais carece de uma análise sobre a importância do componente político. Cohen (1971) mostra, através de uma diferenciação entre os usos privado e público, que a moeda pode exercer

até seis funções no âmbito internacional. O uso privado se refere às escolhas dos agentes privados em utilizar determinada moeda em suas transações, enquanto o uso público (ou oficial, nas palavras de Cohen) representa as decisões dos bancos centrais.

Um importante ponto é trazido à luz por Cohen (2012), ao mostrar que existe um equívoco na literatura ao considerar que a internacionalização como um processo binário, quando na verdade, existem múltiplas funções que uma moeda pode exercer internacionalmente, ou seja, existem diferentes graus. Outro engano é definir a internacionalização em termos estáticos, uma vez que é compreendida como uma mistura de benefícios e custos. Em suma, o cerne da análise presente na EPI está na relação entre as forças políticas e a atuação das moedas no âmbito internacional, no entanto, esta abordagem não inclui o caso das moedas que cumprem apenas algumas funções fora de suas economias nacionais, como o caso das moedas periféricas.

Helleiner e Kirshner (2011) analisam o papel do dólar e argumentam que a literatura trabalha com três óticas diferentes sobre internacionalização. A primeira é uma abordagem baseada no mercado, utilizada por autores da corrente *mainstream*, que analisa fatores como a confiança dos agentes no valor da moeda, extensão das relações transacionais do país emissor com o resto do mundo e, também, liquidez e abertura dos mercados financeiros. A segunda perspectiva é denominada instrumental, cujo foco está nas decisões dos *policy makers* de outros países sobre qual moeda internacional utilizarão. Dito de outra forma, estas decisões são baseadas em cálculos instrumentais que buscam analisar possíveis benefícios na utilização de determinada moeda (o dólar, por exemplo) como âncora e reserva. Por fim, a abordagem geopolítica admite que a utilização de determinada moeda internacionalmente está relacionada com fatores como relações geopolíticas e de poder. Não obstante, Orsi (2019) ressalta que esta análise é limitada pois não aborda o caso das moedas periféricas.

Autores da vertente *mainstream*, como Kenen (1983) e Krugman (1984), se baseiam na contribuição da EPI para desenvolver trabalhos com foco no papel do dólar. Rey (2001) e Goldberg e Tille (2008) utilizam modelos matemáticos para mostrar o uso das moedas nacionais como veículo na esfera internacional. Thimann (2009) apresenta o conceito de “*global roles of currencies*” (tradução livre: funções globais das moedas) e utiliza um robusto estudo empírico, com base no tamanho da economia e no seu estágio de desenvolvimento, bem como no tamanho e desenvolvimento de seu mercado financeiro. Entretanto, o trabalho foca na função moeda de investimento, não abordando as demais.

Em síntese, a visão da EPI se concentra no estudo dos determinantes políticos da internacionalização (além dos econômicos), enquanto os trabalhos da vertente *mainstream*

adotam uma abordagem puramente empírica, negligenciando outros componentes fundamentais desse processo. Além disso, ambas as correntes abordam apenas o caso das moedas centrais. Nesse sentido, a contribuição pós-keynesiana sobre prêmio de liquidez e hierarquia de moedas é utilizada por autores como Kaltenbrunner (2015), Belfrage *et al.* (2016) e Orsi (2019) para investigar quais funções as moedas periféricas desempenham no nível internacional, dado seu baixo prêmio de liquidez e o fato de ocuparem as posições mais baixas na hierarquia.

Por sua vez, De Conti (2011) traz para o debate uma importante indagação: a internacionalização de uma moeda é determinada pelo lado da demanda ou da oferta? A questão levantada é se a postura do país emissor estabelece que sua moeda consiga exercer as funções na esfera internacional ou se são as forças de mercado (ou melhor, as preferências dos agentes internacionais) que definem essa dinâmica. Para Cohen (1998), a internacionalização resulta das escolhas de mercado guiadas pela demanda por moeda dos agentes e impulsionadas por um processo de seleção natural “darwiniano”. A ascensão de algumas moedas no nível internacional engendra um processo de substituição monetária daquelas divisas que são mais frágeis.

De forma complementar, Tavlas (1998) afirma que são as forças de mercado que determinam quais moedas serão utilizadas no nível internacional e, desta forma, as funções meio de troca e unidade de conta predominam em relação à reserva de valor. Autores como Krugman (1984) e Rey (2001) argumentam que a posição dominante de uma moeda é alcançada através da “mão invisível” dos mercados, uma vez que no âmbito internacional não há um Estado supranacional capaz de impor a utilização de uma determinada moeda.

Em oposição a esses argumentos mencionados, De Conti (2011) aponta que as iniciativas dos países emissores são cruciais para que uma moeda seja internacionalizada e, portanto, a ótica da oferta é determinante. Na sua visão, não são as escolhas dos investidores que determinarão quais moedas serão utilizadas internacionalmente, mas sim a existência da hierarquia monetária, que é moldada por questões econômicas e geopolíticas. Cumpre ressaltar que não há como dissociar a escolha dos investidores internacionais nesse processo, mas são os aspectos econômicos e geopolíticos das nações que determinam quais moedas serão demandadas no nível internacional.

2.5.2. Liquidez internacional

A liquidez é um importante atributo da moeda tanto no nível doméstico quanto no internacional.²⁰ Segundo Aglietta (1986 *apud* De Conti *et al.*, 2014), quando uma moeda nacional é utilizada além do espaço do país emissor, ela é considerada uma divisa. As moedas periféricas são consideradas moedas no território nacional, mas como possuem um papel limitado no âmbito internacional, não são consideradas divisas. Nesse sentido, apresentam a liquidez própria da moeda mas não a “liquidez da divisa”. Para alcançar tal liquidez, os países emissores buscam abrir suas economias, reduzindo os custos de transação para alcançar um mercado de câmbio mais líquido. No entanto, esta postura favorece a especulação e, conseqüentemente, estas nações ficam mais vulneráveis às oscilações do apetite ao risco dos investidores externos.

Para De Conti *et al.* (2014), a liquidez internacional representa a capacidade de um ativo atuar como meio de pagamento no âmbito global sem gerar perda de capital e custos de transação. As moedas centrais são líquidas e conseguem exercer as funções fora de suas fronteiras domésticas. Portanto, além da liquidez nacional, possuem também a liquidez internacional. Em contrapartida, as moedas periféricas possuem apenas a liquidez nacional e não são utilizadas como meio de pagamento nos mercados internacionais. Para honrar seus compromissos, os investidores precisam converter a moeda ilíquida em uma que seja aceita internacionalmente, se defrontando com possíveis custos e perda de capital.

A partir de uma abordagem minskyana, Kaltenbrunner (2015) afirma que o prêmio de liquidez internacional é determinado pela possibilidade de converter ativos nacionais na moeda em que eles foram inicialmente denominados. Dito de outra forma, a liquidez fora das fronteiras domésticas caracteriza-se pela utilização da moeda como meio de pagamento de obrigações financeiras. A autora destaca a importância da relação entre países credores e devedores. Nesse sentido, quando um país possui dívida denominada em uma moeda estrangeira, ela assume o papel de meio de liquidação contratual. Esta dinâmica reduz o prêmio de liquidez da moeda doméstica, uma vez que os investidores precisarão vendê-la para obter a moeda estrangeira, necessária para efetuar suas obrigações externas. Além disso, a moeda nacional fica mais suscetível a episódios de depreciação.

²⁰ De Conti *et al.* (2014) propõem uma distinção entre liquidez da moeda e liquidez de mercado, que envolve elementos como as características institucionais, tamanho dos mercados, histórico de transações realizadas e perfil dos agentes. Nesse sentido, mesmo que as economias periféricas possuam mercados razoavelmente líquidos, suas moedas não são líquidas no nível internacional.

Como as moedas periféricas não possuem a mesma liquidez que as moedas centrais, elas são demandadas pelo alto rendimento que oferecem, através das elevadas taxas de juros adotadas por seus países emissores. Cabe argumentar que a busca por esse alto rendimento ocorre quando o apetite ao risco é maior e as expectativas são otimistas. Assim, em momentos caracterizados por excesso de liquidez internacional, ocorre uma valorização das moedas periféricas, em função da procura dos investidores estrangeiros por maiores retornos (“*search for yield*”). Por consequência, as economias periféricas ficam subordinadas e dependentes dos ciclos de liquidez e das decisões desses investidores. Ademais, utilizam a taxa de juros para compensar a baixa liquidez e, com isso, perdem graus de autonomia de sua política monetária. Outra consequência adversa é a alta volatilidade cambial, decorrente da livre mobilidade dos fluxos de capitais, que são intrinsecamente voláteis. Ou seja, no contexto de finanças liberalizadas, as taxas de câmbio dos países periféricos são determinadas principalmente pelas decisões de portfólio dos investidores externos, e não por fatores domésticos. Quando há reversão do ciclo e a incerteza é maior, os investidores migram para as moedas mais líquidas (“*flight to quality*”), cessando a demanda pelas moedas periféricas (Andrade e Prates, 2013; De Conti *et al.*, 2014; Belfrage *et al.*, 2016).²¹

Como conclusão, De Conti (2011) preconiza que as moedas periféricas possuem uma liquidez condicional ou cíclica, pois sua demanda é fortemente afetada por fatores exógenos, como os ciclos econômicos internacionais e a política monetária do país emissor da moeda-chave. Seus países emissores utilizam as taxas de juros para fornecer um rendimento maior e, além disso, recebem substancialmente capitais especulativos, que contribuem para a volatilidade cambial. Por outro lado, as moedas centrais possuem uma liquidez perene, pois sua demanda possui uma trajetória mais contínua. Seus países de origem recebem capitais mais sustentáveis e são menos dependentes dos ciclos de liquidez internacional.

2.5.3. As funções da moeda no nível internacional: usos privado e público

Como já foi referido, a moeda no âmbito internacional pode desempenhar até seis funções, a partir de uma análise dos seus usos privado e público. Nesse sentido, Krugman (1984) contribuiu para o debate ao apresentar um modelo para entender as funções do dólar no âmbito internacional. Na sua visão, o futuro poderia contar com um sistema monetário multipolar, no qual outras moedas centrais seriam capazes de desempenhar suas funções fora

²¹ Nesses momentos de reversão do ciclo, há uma “fuga para a qualidade”, ou “*flight to quality*” (Andrade e Prates, 2013, p. 401).

de suas fronteiras nacionais e, portanto, serem consideradas moedas internacionais. Já Cohen (1998), ao analisar outras moedas centrais, afirma que existe uma hierarquia entre as diferentes moedas nacionais, visto que apenas algumas conseguem desempenhar seis funções no nível internacional.

O euro é a segunda moeda mais utilizada na economia global, exercendo as funções básicas internacionalmente, ainda que numa escala muito menor do que o dólar. Seu lançamento, ocorrido em janeiro de 1999, buscou criar um mercado europeu representado por uma única moeda. A relevância do euro está vinculada a fatores como sua utilização por muitos países como âncora de política monetária, como moeda reserva por outros bancos centrais, denominação de títulos de dívida e como moeda de faturamento no comércio internacional. Isto posto, a importância do euro transcende as fronteiras do território europeu (Chinn e Frankel, 2007; Papaianou e Portes, 2008).

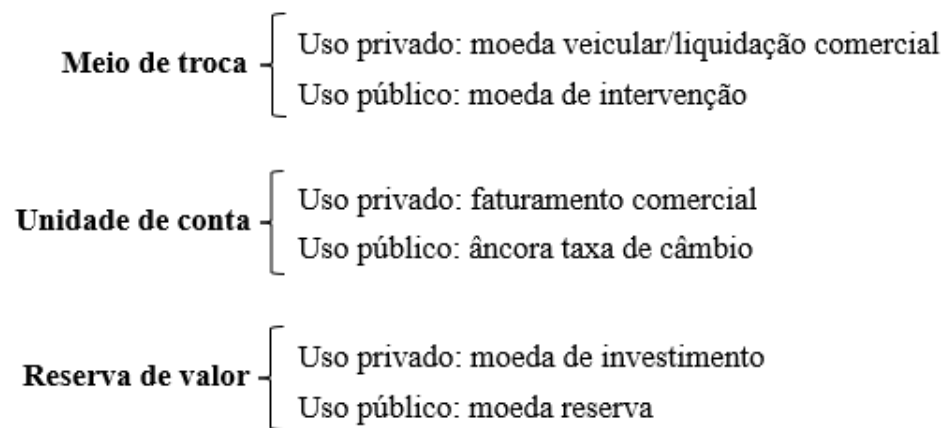
Na dinâmica atual, o iene também é uma importante moeda no cenário externo. Frankel (2012) divide a internacionalização do iene em partes, começando pelo pós-2ª GM, quando o Japão experimentou o chamado milagre econômico, impulsionado pelas exportações. Como resultado, a economia japonesa cresceu virtuosamente, elevando sua participação no PIB e no comércio globais. Com o colapso de Bretton Woods, alguns bancos centrais começaram a manter reservas internacionais denominadas em iene para diversificar seu portfólio, complementando o dólar e o marco alemão. De acordo com Cohen (2015), a principal atuação do iene foi como reserva de valor, especialmente nos mercados financeiros. Adicionalmente, também era utilizado como moeda veículo no Leste Asiático. Alguns fatores como a estabilidade monetária, superávits comerciais, reformas regulatórias e eliminação de controles de capitais contribuíram para a ascensão do iene no SMI.

A internacionalização do iene foi impulsionada quando, por pressão dos Estados Unidos, o Japão promoveu uma maior liberalização financeira, resultando em 1984 no Acordo iene/dólar. Na década de 1990, este continuou sendo estimulado pelo governo, visando reduzir o risco cambial para as empresas domésticas e transformar o Japão em um centro financeiro. No entanto, o *crash* do mercado japonês, em 1989, marcou o início de uma fase de estagnação, recessão e deflação (Frankel, 2012; Cohen, 2015). Na mesma linha, Nakamura *et al.* (2012) apontam que a economia japonesa se enfraqueceu a partir dos anos 1990 à medida que outras economias asiáticas começavam a crescer. Além disso, grande parte das importações do Japão são denominadas e liquidadas em dólar, ou seja, o Japão utiliza pouco sua própria moeda em transações no exterior. Estes dois fatores, juntamente com as restrições linguísticas existentes, acabam dificultando a maior utilização do iene. Cumpre mencionar que o iene foi pouco

utilizado durante a crise asiática no final da década de 1990, sendo este momento uma oportunidade perdida de intensificar sua internacionalização.

Voltando à análise do processo de internacionalização, o trabalho de Cohen e Benney (2013) também é de extrema relevância. Os autores sugerem que, ao contrário do argumento de Krugman (1984), há poucas evidências para um possível sistema multipolar, destacando a supremacia do dólar. Assim, o esquema a seguir sintetiza as funções da moeda apresentadas em Cohen e Benney (2013), como forma de facilitar seu entendimento. Na sequência, discutimos cada uma dessas funções.

FIGURA 1: As funções da moeda no nível internacional



Fonte: Elaboração própria, com base em Cohen e Benney (2013).

(i) Meio de troca:

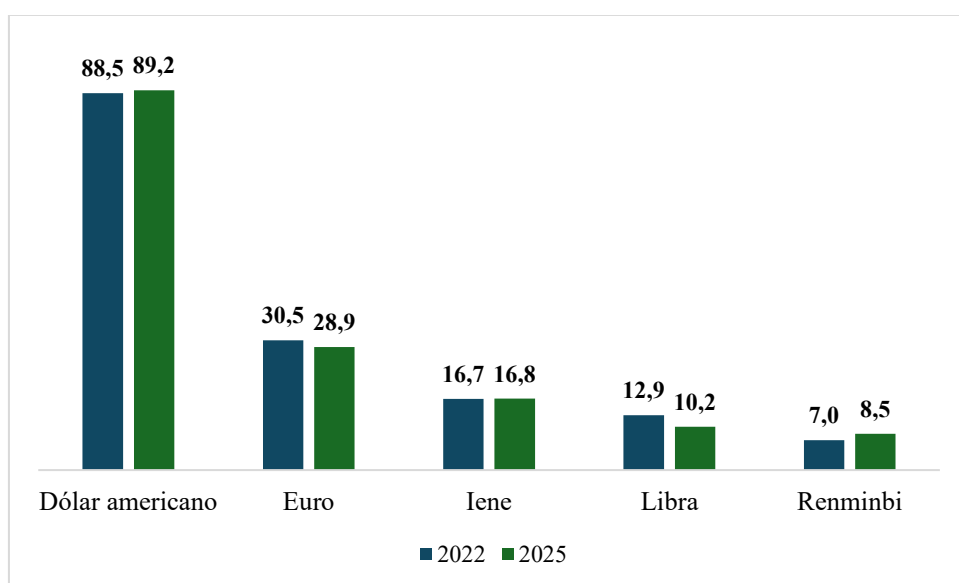
Começando pela função meio de troca, no nível privado, a moeda é utilizada como moeda veicular (Krugman, 1980) e/ou liquidação comercial (Cohen e Benney, 2013). Para fins de ilustração, em uma transação comercial, uma empresa exportadora pode utilizar sua moeda nacional, a moeda do país importador ou uma terceira como “veículo”. É comum que seja utilizada a moeda do país exportador, no entanto, caso a transação seja entre um país central e outro periférico, a moeda escolhida será aquela emitida pelo país central.

Com efeito, segundo Krugman (1980), as moedas emitidas pelos países economicamente dominantes têm maiores chances de serem utilizadas como moeda veículo nas transações que envolvem moedas que não são negociadas diretamente. De Conti (2011) observa que, quando a transação ocorre entre dois países periféricos, uma terceira moeda é escolhida para fazer a intermediação. Usualmente, o dólar é a moeda utilizada como triangulação, isto é,

numa transação entre duas moedas fracas, mesmo que os Estados Unidos não estejam participando da negociação. Ainda no uso privado, a moeda também pode assumir a função de liquidar transações comerciais de bens e serviços.

Os dados sobre a participação das moedas no volume de negócios do mercado de câmbio global, disponíveis no *Triennial Central Bank Survey* e que são fornecidos pelo BIS, representam a função veicular. Analisando o relatório mais recente, divulgado em setembro de 2025, observa-se que o dólar permanece como a principal moeda veículo, seguido pelo euro, iene e libra. Em 2022, o renminbi (RMB) subiu da oitava para a quinta posição, na comparação com o relatório de 2019. Em 2025, a moeda chinesa permaneceu na quinta posição, mas aumentou a sua participação passando de 7,0% para 8,5%. Assim, no gráfico 5 é possível observar a evolução da participação dessas moedas.

GRÁFICO 5: Participação de moedas selecionadas (em %) no volume de negócios do mercado de câmbio global (2022 e 2025)



Nota 1: Base “net-net”, médias diárias do mês de abril.

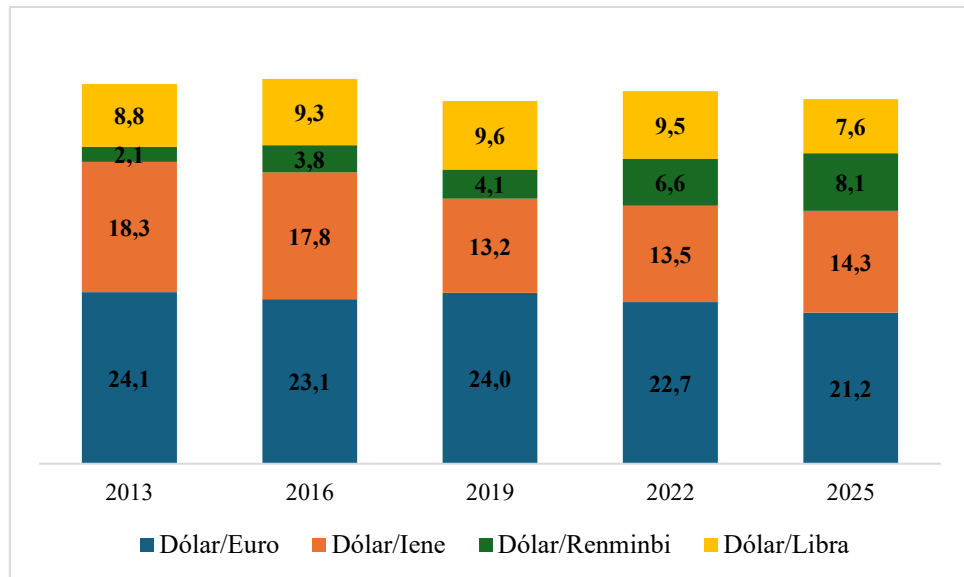
Nota 2: Como as transações com câmbio são feitas utilizando duas moedas, o somatório das participações é 200%.

Fonte: BIS (*Triennial Central Bank Survey*, 2025). Elaboração própria.

Já o gráfico 6 mostra a comparação do valor do dólar americano (moeda base) com o das demais moedas de cotação. Utilizando esta perspectiva de pares de moedas, é possível entender as mudanças nas cotações. Caso o investidor compre um par de moedas, ele compra a moeda base e vende a de cotação. De maneira oposta, numa negociação de venda, o investidor vende a moeda base e recebe a moeda de cotação. Os dados mostram que, apesar de uma redução nas negociações utilizando o dólar e o euro, este é o par mais líquido e negociado,

seguido pelos pares dólar/iene e dólar/renminbi, cujo valor saltou de 2,1% em 2013 para 8,1% em 2025.

GRÁFICO 6: Volume de negócios do mercado de câmbio global (em %) por pares de moedas (2013, 2016, 2019, 2022 e 2025)



Fonte: BIS (*Triennial Central Bank Survey*, 2025). Elaboração própria.

Por sua vez, as autoridades monetárias utilizam moedas estrangeiras para intervir nos mercados de câmbio, caracterizando o uso público como moeda de intervenção. Desta forma, os bancos centrais utilizam uma determinada moeda para aumentar ou reduzir a liquidez da economia. Sobre os dados, como observam Cohen e Benney (2013), é difícil mensurar esta função pois os governos preferem manter em sigilo suas operações de intervenção cambial. Portanto, para estimar esta função da moeda, não é adequado apenas somar as paridades cambiais, sejam formas ou informais.

(ii) Unidade de conta:

Enquanto unidade de conta, o uso privado se refere à escolha de uma única moeda para denominar contratos e facilitar as transações. Nesse sentido, os investidores internacionais escolherão determinada moeda para faturar suas operações comerciais. É comum que a mesma unidade monetária seja utilizada como liquidação comercial e faturamento comercial (Orsi, 2019). Através de um modelo econométrico, Goldberg e Tille (2008) mostram que o dólar é a principal moeda de faturamento, tanto em transações para quanto naquelas saindo da economia norte-americana. Com efeito, os Estados Unidos atuam fortemente como consumidor e produtor

nos mercados globais, e os preços das *commodities* são cotados em dólar nos mercados internacionais. A importância do dólar é significativa nas transações de países pequenos e fora Europa, uma vez que, dentro das fronteiras europeias, o euro exerce um forte papel como moeda de faturamento

O uso público ocorre na forma de âncora da taxa de câmbio. Cabe esclarecer que esta função era mais usual quando muitos países adotavam taxas de câmbio fixas, ancorando suas moedas nacionais a uma mais forte, como o dólar. Com o fim de Bretton Woods, o regime cambial fixo deixou de ser obrigatório, porém, alguns países adotam uma flutuação suja e utilizam uma moeda central para atenuar os movimentos da taxa de câmbio. Assim, algumas autoridades monetárias compram e vendem divisas para manter a taxa de câmbio no nível desejado (Krugman, 1984).

De acordo com AREAER (2023), o dólar é a principal moeda utilizada como âncora da taxa de câmbio por outros países (19,6%), seguido do euro (12,9%). Trinta e oito países utilizam formalmente o dólar²² como âncora, enquanto vinte e cinco utilizam o euro²³. A atuação do dólar vem diminuindo desde 2010, uma vez que alguns países passaram a ancorar sua taxa de câmbio numa composição de moedas. Em relação à participação do euro, o relatório aponta que, geralmente, os países que o utilizam possuem relações históricas com países europeus. No entanto, houve uma redução de 0,5% em relação ao ano anterior, decorrente da mudança da estrutura da política monetária da Croácia, resultado da entrada do país na União Econômica e Monetária Europeia.

(iii) Reserva de valor:

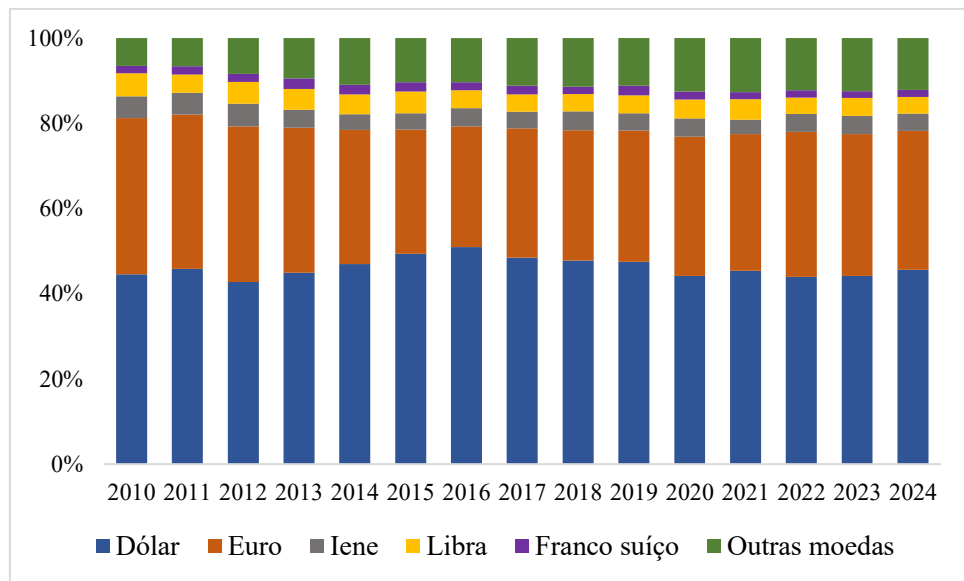
Sobre a função reserva de valor, os agentes privados escolherão como moeda de investimento aquela que, além de armazenar valor, é emitida por uma economia estável em termos de inflação doméstica e taxa de câmbio. Utilizando como referência o trabalho de Cohen e Benney (2013), o gráfico 7 mostra a participação das moedas no mercado bancário internacional. Observa-se que o dólar americano e o euro são as principais moedas utilizadas

²² Equador, El Salvador, Ilhas Marshall, Micronésia, Palau, Panamá, Timor-Leste, Djibuti, Hong Kong, Antígua e Barbuda, Dominica, Granada, São Cristóvão e Nevis, Santa Lúcia, São Vicente e Granadinas, Aruba, Bahamas, Bahrein, Barbados, Belize, Curaçao e St. Maarten, Eritreia, Iraque, Jordânia, Omã, Catar, Arábia Saudita, Turcomenistão, Emirados Árabes Unidos, Camboja, Guiana, Irã, Líbano, Maldivas, Trinidad e Tobago, Honduras, Nicarágua e Ucrânia.

²³ Andorra, Kosovo, São Marino, Montenegro, Bósnia e Herzegovina, Bulgária, Cabo Verde, Comores, Dinamarca, São Tomé e Príncipe, Benin, Burkina Faso, Costa do Marfim, Guiné-Bissau, Mali, Níger, Senegal, Togo, Camarões, República Centro-Africana, Chade, República do Congo, Guiné Equatorial, Gabão e Macedônia do Norte.

como investimento. Cumpre ressaltar que os valores referentes ao RMB são computados em “outras moedas” e, por isso, não é possível saber seu montante exato. Não obstante, pode-se concluir que sua participação é extremamente relevante dentro deste grupo, cujos valores superam a participação do iene, libra e franco suíço.²⁴

GRÁFICO 7: Participação (em %) das principais moedas de investimento no mercado bancário internacional (2010-2024)



Nota 1: Os valores se referem ao último trimestre de cada ano.

Nota 2: A porcentagem é obtida através da divisão da participação de cada moeda pelo valor total das posições transfronteiriças.

Fonte: BIS (*Locational Banking Statistics*). Elaboração própria.

Sobre a função moeda de investimento de longo prazo, conforme Orsi (2019), podemos utilizar os dados sobre a participação de investidores institucionais (como fundos de pensão e seguradoras) no volume de negócios do mercado de câmbio como uma *proxy*. Ainda que distantes da relevância da moeda norte-americana, outras moedas centrais como o euro, o iene e a libra também são altamente utilizadas como reserva de valor pelos investidores insitucionais. Cabe esclarecer que a participação do RMB vem aumentando, ainda que esteja distante da capacidade das moedas citadas. A tabela 2 sintetiza estes argumentos.

²⁴ Os dados foram extraídos do *Locational Banking Statistics (banks' cross-border claims)*, do BIS.

TABELA 2: Volume de negócios do mercado de câmbio global: participação dos investidores institucionais (em US\$ milhões)

Instrumentos financeiros	Moedas				
	Dólar	Euro	Iene	Libra	Renminbi
Transações à vista	389.428	126.358	88.975	45.272	36.781
Contratos futuros de taxa de câmbio	328.142	103.621	66.936	55.301	19.660
Swaps cambiais	299.333	116.154	51.652	45.152	18.282
Trocas de moedas	9.662	1.999	2.259	935	553
Opções totais	75.605	29.817	16.247	4.489	10.397

Nota: Médias diárias em abril de 2025.

Fonte: BIS (*Triennial Central Bank Survey*, 2025). Elaboração própria.

No nível público, a função reserva de valor representa a moeda utilizada por um país nas suas reservas cambiais, preservando também sua riqueza. Não necessariamente é a moeda em si, pode ser na forma de títulos da dívida (Orsi, 2019). De acordo com Cohen e Benney (2013), para entender a função reserva, são utilizados os dados sobre a participação das moedas na composição das reservas dos bancos centrais, fornecidos pelo FMI²⁵. A tabela 3 mostra o percentual das moedas mais utilizadas como reservas cambiais por outros bancos centrais do mundo, entre 2016 e 2024. Observando os dados, pode-se concluir que, com significativa vantagem, o dólar é a principal moeda reserva, seguido pelo euro, iene e libra. Outro ponto a ressaltar que, apesar do aumento do uso do RMB nesta função, em 2023, o dólar canadense ultrapassou a moeda chinesa.

TABELA 3: Reservas cambiais oficiais por moeda (em %)

Moeda	Período								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dólar	65,36	62,73	61,76	60,75	58,92	58,80	58,52	58,42	57,80
Euro	19,14	20,17	20,67	20,59	21,29	20,59	20,37	19,95	19,83
Iene	3,95	4,90	5,19	5,87	6,03	5,52	5,54	5,69	5,82
Libra	4,35	4,54	4,43	4,64	4,73	4,81	4,90	4,86	4,73
Outras moedas	2,33	2,43	2,45	2,51	2,65	3,09	3,48	3,87	4,64
Dólar canadense	1,94	2,03	1,84	1,86	2,08	2,38	2,39	2,59	2,77
Renminbi	1,08	1,23	1,89	1,94	2,29	2,80	2,61	2,29	2,18
Dólar australiano	1,69	1,80	1,63	1,70	1,83	1,84	1,97	2,14	2,06
Franco suíço	0,16	0,18	0,14	0,15	0,17	0,17	0,23	1,19	0,17

Fonte: Fundo Monetário Internacional. Elaboração própria.

²⁵ *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (COFER), publicado trimestralmente pelo FMI.

É importante mencionar que, as funções não são desempenhadas de forma independente, uma vez que quando uma moeda exerce uma função, maiores são as chances que ela exerça também as outras. Assim, as seis funções se sobrepõem e é preciso entender como elas se relacionam entre si. Os três usos públicos da moeda são, portanto, imbricados, pois para utilizar uma divisa estrangeira como âncora e, assim, intervir no mercado de câmbio, o país precisa dispor de reservas denominadas na moeda em questão. Ou seja, as funções moeda de intervenção, âncora da taxa de câmbio e moeda reserva são totalmente interligadas. Ademais, a escolha de uma moeda como âncora cambial também impacta os três usos privados. Isto porque os agentes utilizarão a moeda de referência para faturar suas operações comerciais e financeiras, bem como para moeda veicular e para denominar seus ativos (Krugman, 1984; De Conti, 2011; De Conti e Prates, 2018).

2.5.4. Dois tipos adicionais de internacionalização: a contribuição pós-keynesiana

As seis funções que a moeda pode exercer no âmbito internacional estão em consonância com a base teórica da Economia Política Internacional (EPI), no entanto, esta análise se concentra no caso das moedas centrais, suprimindo o papel das moedas periféricas no sistema monetário internacional. Para preencher esta lacuna, os trabalhos de Kaltenbrunner (2015) e Orsi (2019) utilizam o arcabouço pós-keynesiano para entender o caso das moedas periféricas e propor dois tipos adicionais de internacionalização: moeda de financiamento (unidade de conta) e moeda de investimento especulativo de curto prazo (reserva de valor).

Para propor um novo tipo de internacionalização, Kaltenbrunner (2015) utiliza a contribuição minskyana sobre a capacidade da moeda ser utilizada como meio de liquidação de contratos internacionais, em especial naqueles que envolvem obrigações financeiras. Nesse sentido, a autora apresenta o conceito de moeda de financiamento, que é aquela utilizada como unidade de conta para financiar contratos de dívida na esfera internacional. De forma complementar, Belfrage *et al.* (2016) apontam que a moeda de financiamento é utilizada como unidade de conta tanto nas relações comerciais quanto nas relações financeiras. Esse tipo de internacionalização enfatiza a posição de uma moeda na conexão devedor-credor. Na dimensão macroeconômica, o país emissor de uma moeda de financiamento possui mais ativos do que passivos denominados na sua moeda doméstica. Em contrapartida, estão os países que emitem majoritariamente passivos em moeda estrangeira.

Com isso, as moedas periféricas não conseguem atuar como moeda de financiamento, sendo o dólar a principal unidade monetária utilizada para denominar contratos nos mercados

financeiros internacionais. Para obter a moeda de financiamento, os investidores vendem seus ativos atrelados às moedas periféricas. Este cenário ratifica a elevada demanda por dólar e sua posição no topo da hierarquia, além de engendrar pressões de depreciação das moedas periféricas, mantendo sua posição subordinada na hierarquia. Portanto, através de uma análise minskyana, Kaltenbrunner (2015) mostra que os passivos externos dos investidores constituem um fator relevante para entender a atuação das moedas no âmbito internacional. Portanto, a escolha dos agentes para denominar suas obrigações financeiras em determinada moeda é um fator crucial para a sua internacionalização.

Os dados sobre os passivos transfronteiriços dos bancos, denominados na moeda do país credor, podem ser utilizados para mensurar a função moeda de financiamento (Orsi, 2019). Similarmente à função moeda de investimento, o dólar americano e o euro são as moedas mais utilizadas pelos bancos para denominar seus passivos, seguidos pelo grupo “outras moedas”, libra, iene e franco suíço (BIS, 2025).

Prosseguindo, Orsi (2019) contribui para o debate ao apresentar, sob o prisma pós-keynesiano, um outro tipo de internacionalização, conceituado como moeda de investimento especulativo de curto prazo. Através de uma análise hierárquica de cluster, a autora organiza as moedas com características semelhantes para examinar o papel das moedas periféricas. Como os dados sobre a participação destas são muito limitados, o objetivo é compreender os diferentes tipos de internacionalização, ao invés da análise do grau. Como conclusão, a autora aponta que a maioria das moedas periféricas é internacionalizada na forma de investimento de curto prazo, isto é, os investidores buscam lucros através de operações especulativas denominadas nestas moedas (por exemplo, operações de *carry trade*, cujo retorno está vinculado ao diferencial de juros).²⁶ Seus países emissores são mais dependentes dos ciclos de liquidez internacional e mais vulneráveis a choques especulativos. Ademais, os fluxos de capitais contribuem para a volatilidade cambial destas nações. Cabe argumentar que as moedas centrais também podem ser internacionalizadas como investimento de curto prazo. A diferença é que elas atuam em outras funções, enquanto as moedas periféricas são utilizadas internacionalmente apenas como investimento de curto prazo.

Dentro do arcabouço da EPI, as moedas mais líquidas são utilizadas como moeda de investimento, pois atuam como reserva de valor no longo prazo. Em momentos de menor

²⁶ De acordo com Resende (2019), uma política monetária expansionista adotada pelos países centrais (em especial os Estados Unidos) induz uma expansão da liquidez mundial e, consequentemente, os investidores irão preferir lucrar com operações de *carry trade* vinculadas às moedas periféricas do que com a alta liquidez fornecida pelas moedas centrais. Esta dinâmica aprecia as moedas periféricas e, quando ocorre a reversão do ciclo, seus países emissores enfrentam uma depreciação cambial.

preferência pela liquidez, os investidores internacionais demandarão as moedas periféricas, atraídos pela alta remuneração oferecida como forma de compensar o baixo prêmio de liquidez. Ou seja, como são consideradas ativos especulativos nos mercados internacionais, as moedas periféricas são utilizadas internacionalmente como investimento especulativo de curto prazo. Em síntese, as moedas periféricas são demandadas pelos agentes que estão em busca de retornos elevados, atuando de maneira especulativa nos mercados financeiros internacionais. Os países emissores aumentam as taxas de juros para garantir este elevado retorno e compensar tanto a iliquidez de suas moedas quanto o maior risco que oferecem. Ou ainda, bancos centrais das economias centrais adotam uma política monetária expansionista, reduzindo taxa de juros, estimulando um “*search for yield*” nas economias periféricas emergentes.

De maneira oposta, as moedas centrais possuem um elevado prêmio de liquidez e são internacionalizadas na forma de moeda de financiamento e de investimento, pois desempenham a função de reserva de riqueza, atuando além de apenas uma reserva de valor.²⁷ Isto porque os agentes irão investir sua riqueza em ativos que, além de armazenar valor, também são denominados em uma moeda segura. Ou seja, a função reserva de riqueza está relacionada com a capacidade dos agentes acreditarem que a moeda é capaz de manter seu valor ao longo do tempo. Geralmente, essas moedas são emitidas por países que possuem uma arquitetura econômica estável, em relação à inflação e à taxa de câmbio. De maneira oposta, as moedas periféricas oferecem um baixo prêmio de liquidez e são usualmente internacionalizadas como moeda de investimento especulativo, atuando apenas como reserva de valor, e não de riqueza.

Assim, a taxa de juros, em particular o diferencial entre taxa de juros doméstica e internacional, é um fator crucial para entender a atuação das moedas como investimento especulativo de curto prazo. Em um cenário caracterizado pelo aumento da preferência pela liquidez internacional, os investidores demandarão ativos mais seguros, dispensando aqueles atrelados a moedas fracas e ratificando a atuação dessas moedas como investimento especulativo de curto prazo. Cumpre ressaltar que esse tipo de internacionalização também reforça a posição subordinada na hierarquia monetária e engendra efeitos deletérios para a economia doméstica, como volatilidade da taxa de câmbio e vulnerabilidade externa.

Seguindo a contribuição minskyana, para Kaltenbrunner (2015) os países que emitem moedas com baixo prêmio de liquidez internacional precisam reduzir sua exposição à entrada

²⁷ Na análise de Orsi (2019), no mercado internacional, a denominação reserva de riqueza é mais adequada do que reserva de valor, pois quando a análise é feita sobre o papel da moeda fora de seu país emissor, ela é compreendida como um ativo, e não simplesmente como um poder de compra. Resumindo, no cenário internacional, os agentes demandarão determinada moeda buscando preservar sua riqueza, e não aumentar.

de capitais especulativos, pois esta dinâmica afeta negativamente a macroestrutura doméstica. Nas palavras da autora, o ideal seria que estas nações, antes de abrirem suas economias, assumissem uma postura credora internacional, estabelecendo sua unidade monetária como moeda de financiamento. No entanto, como visto, as economias do Sul Global adotaram um padrão de integração financeira baseado na abertura da conta financeira e desregulamentação dos mercados. Ademais, estes fatores contribuíram para aprofundar a posição subordinada dessas economias no SMI.

Em síntese, as moedas internacionais de investimento especulativo são emitidas por países que são devedores líquidos, enquanto as moedas de financiamento são emitidas por credores líquidos. A economia norte-americana é a principal credora no mundo, ou seja, há uma constante demanda por sua moeda e os investidores estrangeiros precisam da moeda de financiamento para cumprir suas obrigações financeiras. Em contrapartida, as moedas periféricas atuam como moedas de investimento especulativo, pois seus países emissores são recebedores líquidos de capital externo. Como resultado, ficam sujeitas a constantes pressões de depreciação e a taxa de câmbio torna-se mais dependente das condições externas do que domésticas.

2.5.5. Determinantes da internacionalização de moedas, vantagens e desvantagens

Como ressalta De Conti (2011), qualquer moeda nacional tem a capacidade de ser utilizada internacionalmente, uma vez que não existe um Estado supranacional capaz de impor o uso de alguma moeda, como ocorre no território nacional. Não obstante, a literatura existente trabalha com determinantes para a internacionalização, como o tamanho do país emissor, a estrutura do mercado financeiro doméstico, influência política, estabilidade da moeda e postura dos governos.²⁸

Alguns autores (Krugman, 1984; Rey, 2001; Chinn e Frankel, 2007; Maziad *et al.*, 2011 e Frankel, 2012) argumentam que existe uma tendência inercial para a aceitação de uma moeda, isto é, sua utilização está vinculada ao fato de ter sido a mais utilizada no passado. Nesse sentido, os fatores históricos são mais relevantes do que os aspectos intrínsecos da moeda. Dito

²⁸ Autores como Lago *et al.* (2009) argumentam que o processo de internacionalização está relacionado com a política econômica adotada pelos países emissores. Em sua visão, as moedas mais utilizadas internacionalmente são aquelas emitidas por nações cujo foco está na disciplina fiscal e na estabilidade macroeconômica. No entanto, De Conti (2011) ressalta que os países periféricos adotam práticas de política macroeconômica “responsável” e, apesar disso, suas moedas nacionais são menos líquidas e consideradas arriscadas. Enquanto isso, os países centrais não se submetem a um arcabouço voltado para a “responsabilidade fiscal” e, ainda assim, emitem as moedas mais líquidas e seguras. Em sua visão, não há relação entre indicadores macroeconômicos e a atuação das moedas nacionais no cenário internacional.

de outra forma, quanto maior o número de agentes utilizando uma moeda, mais vantajoso será para que outros também a utilizem, sendo esta dinâmica um exemplo de externalidades de rede. Para Tavlas (1998), existe um “custo de mudança” enfrentado pelos indivíduos para trocar a moeda predominantemente utilizada e convencer outros agentes a fazerem o mesmo.

Zucker-Marques (2021) sustenta que existe uma maior probabilidade de um agente econômico reduzir o uso de uma moeda (ou até mesmo abandonar) quando há um aumento nos seus custos de transação relativos. Através de uma análise sobre a proporção entre os custos de transação pecuniários (como taxas, comissões, juros) e de tempo, a autora conclui que uma redução nesta proporção gera uma probabilidade maior de que os agentes evitem usar a moeda vigente. Por sua vez, se esta proporção aumenta ou não se altera, há mais chances de os agentes manterem o uso dessa moeda. Como forma de esclarecer, os custos de transação pecuniários se referem aos custos monetários diretamente relacionados ao uso transfronteiriço da moeda, enquanto os custos de transação de tempo representam a velocidade com que os agentes têm acesso a seus ativos.

Além disso, é mais provável que a moeda utilizada em uma função seja a mais aceita também nas outras. Por exemplo, uma moeda amplamente aceita em transações comerciais tem mais chances de ser utilizada também em transações financeiras, ou como veículo, ou na forma de moeda reserva. Ou seja, uma função é capaz de estimular e ser estimulada pelas outras (De Conti, 2011).²⁹ Esta perspectiva enfatiza a importância do tamanho da economia doméstica e da participação do país emissor no comércio global, no sentido de que sua moeda será amplamente aceita pois há a percepção de que será fácil trocá-la com outros agentes. Grandes economias conseguem absorver essas vantagens e sua importante participação no comércio global engendra um elevado número de transações. Portanto, esses são aspectos profícuos para a internacionalização de sua moeda doméstica. Segundo Helleiner (2008), quanto maior for a conexão do país emissor com o resto do mundo, maiores serão as chances de investidores estrangeiros utilizarem a moeda nas suas transações comerciais e financeiras. O autor também ratifica o fato de uma moeda ser mais aceita porque muitos agentes a utilizam, facilitando as operações. Assim, o tamanho do país de origem é fundamental no processo de

²⁹ Além dessa relação de complementaridade, existe também um aspecto de contradição entre as funções, com a função reserva de valor se sobrepondo às demais, especialmente em um contexto de finanças liberalizadas. Desta forma, as escolhas dos agentes privados são influenciadas de acordo com a manutenção intertemporal do valor de uma moeda e, igualmente, considerando o valor desta moeda em relação às demais. Portanto, a atuação como reserva de valor impacta significativamente as demais funções da moeda (De Conti, 2011; De Conti e Prates, 2018).

internacionalização, uma vez que maior será o volume de recursos transacionados denominados na sua moeda.

Não obstante, conforme De Conti (2011), o tamanho da economia não pode ser entendido como único fator para a internacionalização, sendo necessário analisar outras questões, como a integração (tanto comercial quanto financeira) do país com o resto do mundo. Além disso, para que uma moeda seja utilizada no nível internacional, ela precisa ser autorizada a circular fora de suas fronteiras, ou seja, é preciso haver um certo grau de abertura financeira e flexibilidade cambial. A questão é que essa abertura é condição necessária mas não suficiente – e indutora – da internacionalização.

Outro aspecto importante é a estrutura do mercado financeiro doméstico, que ofereça uma ampla variedade de instrumentos e com mercados secundários bem desenvolvidos. Uma conta financeira aberta, que permita o livre movimento dos fluxos de capitais, também é reconhecida na literatura como um fator profícuo para a maior aceitação de uma moeda no cenário internacional. (Tavlas, 1998; Andrade e Cunha, 2010; Maziad *et al.*, 2011; Frankel, 2012). Resumindo, a moeda internacional precisa de um mercado financeiro funcional, que disponha de uma supervisão adequada e um banco central que possa fornecer liquidez quando necessário.

A despeito dos fatores econômicos que envolvem a internacionalização, o alcance político do país emissor também é um elemento importante, que pode afetar este processo indiretamente e diretamente. O canal indireto se refere ao fato de a política impactar as decisões dos agentes, formando a confiança, a liquidez e as relações transacionais (tanto de investidores quanto de países). Por sua vez, o canal direto está relacionado à influência que a política do país emissor de uma moeda internacional exerce sobre as demais nações, como forma de garantir o apoio à posição de sua moeda, mas por motivos que não estejam relacionados a fatores econômicos (Helleiner, 2008).

Para fins de ilustração, um país pode apoiar a posição internacional de uma moeda buscando maior integração com o país emissor e, inclusive, proteção militar. Ademais, economias guiadas por uma política pró-mercado tendem a ter uma estrutura financeira doméstica mais desenvolvida e com maior liquidez, contribuindo para o maior uso da moeda internacionalmente. Através de uma abordagem diferente, De Conti (2011) mostra que o poder geopolítico pode estimular a internacionalização indiretamente, através do impacto sobre variáveis econômicas, ou diretamente, devido à confiança dos agentes em uma moeda emitida por um Estado com grande influência sobre os demais.

A estabilidade da moeda também é um fator que contribui para que ela seja utilizada no nível internacional, especialmente como reserva de valor e unidade de conta. Sendo assim, a trajetória das taxas de inflação e de câmbio reflete a estabilidade monetária do país emissor e fornece maior confiabilidade aos agentes. Desta forma, altos níveis de inflação e volatilidade cambial engendram perdas no valor da moeda, comprometendo sua atuação no nível internacional (Tavlas, 1998; Helleiner, 2008; Andrade e Cunha, 2010; Frankel, 2012). De forma complementar, De Conti (2011) aponta que a taxa de inflação do país de origem é uma variável importante, especialmente se a moeda é utilizada internacionalmente como reserva de valor. Caso os preços atrelados a ela aumentem de forma contínua, sua atuação pode ser prejudicada, afetando sua demanda no nível internacional.

Por fim, a postura do país emissor também é uma variável importante para a internacionalização, pois a adoção de políticas voltadas para este processo e o interesse em se tornar o país emissor de uma moeda global fornecem credibilidade para os agentes (Maziad *et al.*, 2011). Neste sentido, De Conti (2011) contribui para o debate ao conceituar este princípio como “voluntarismo político”, uma vez que a postura política das autoridades domésticas influencia o maior uso de sua moeda. Ou seja, o estímulo dado pelo país emissor – juntamente com seu poder geopolítico – contribuem para que a moeda seja mais demandada no âmbito internacional.³⁰ Na mesma linha, De Conti e Prates (2018) entendem que a vontade política (“*political will*”) é um importante determinante para a internacionalização de uma moeda, pois reflete a intencionalidade do país em promover este processo.

Em síntese, os Estados Unidos reúnem os fatores básicos para que a sua moeda seja a mais utilizada internacionalmente, com destaque para o tamanho de sua economia, poder geopolítico, voluntarismo político, hegemonia financeira e a forma de integração com a economia mundial. Além disso, a sua total conversibilidade confere ao dólar a posição no topo da hierarquia, enquanto no extremo inferior encontram-se as moedas periféricas, pois não são conversíveis e nem seguras.

Outro ponto que deve ser notado é que a internacionalização engendra vantagens e desvantagens para o país de origem. Dentre as vantagens, está a redução dos custos de transação e do risco cambial, pois os agentes residentes poderão negociar utilizando sua moeda nacional.

³⁰ Desde a grande crise global de 2008, houve um aumento dos *swaps* cambiais bilaterais entre bancos centrais, destacando-se a atuação dos bancos centrais dos Estados Unidos, da Europa e da China. Com a eclosão da crise provocada pela pandemia de COVID-19, houve novamente uma expansão dos *swaps* cambiais bilaterais, não só em termos de volume, mas também com uma maior participação de outros bancos centrais. Desta forma, os *swaps* foram importantes para conter os efeitos da crise, favorecendo os interesses financeiros e comerciais dos países ofertantes (Mühlich *et al.*, 2022).

Desta forma, ser o país emissor de uma moeda internacional evita possíveis custos decorrentes de alterações nas taxas de câmbio na realização de transações. Adicionalmente, o maior uso internacional favorece a atuação da moeda de faturamento comercial, beneficiando exportadores e importadores do país de origem (Andrade e Cunha, 2010; Cohen, 2012; Maziad *et al.*, 2011; Frankel, 2012; Belfrage *et al.*, 2016).

Mais uma vantagem a ser apresentada é a capacidade do país emissor em efetuar financiamento utilizando sua moeda nacional, fenômeno conhecido como senhoriagem. Com isso, o país emissor pode reduzir suas reservas internacionais atreladas em outra moeda, uma vez que ele consegue obter empréstimos externos denominados na sua unidade monetária. Além disso, caso a moeda seja utilizada como reserva por outros bancos centrais, o país emissor tem acesso a baixas taxas de juros para adquirir títulos de sua dívida (Tavlas, 1998; Andrade e Cunha, 2010; Cohen, 2012; Belfrage *et al.*, 2016). De fato, conforme Frankel (2012), os Estados Unidos conseguem obter dívidas denominadas em sua própria moeda e com baixas taxas de juros.³¹

Cabe esclarecer que os países que não conseguem utilizar sua moeda doméstica para realizar financiamentos no exterior sofrem de *original sin* (pecado original), conceito apresentado por Eichengreen e Hausmann (1999). Em outras palavras, os países do Sul Global possuem grande parte da sua dívida externa denominada em outra moeda, como o dólar. Como se sabe, essas nações são mais frágeis financeiramente e, no contexto do *original sin*, enfrentam descasamentos de moeda ou de vencimentos, assumindo os riscos cambiais. Avançando, Eichengreen *et al.* (2002) preconizam que a existência do *original sin* afeta a atuação dos bancos centrais, pois precisam intervir no mercado de câmbio para conter oscilações excessivas, utilizando a acumulação de reservas internacionais como proteção contra possíveis ataques especulativos.³² Além disso, a estabilidade da taxa de câmbio e autonomia da política monetária também são afetadas, com impactos sobre a atividade econômica doméstica.

Portanto, o maior volume de transações favorece o desenvolvimento das instituições bancárias do país emissor, corroborando o próprio processo de internacionalização e

³¹ Conforme Belfrage *et al.* (2016), o emissor de uma moeda de financiamento tem uma margem de manobra maior para estabelecer taxas de juros mais baixas. No tocante à moeda reserva, além desta última vantagem mencionada, há ainda uma estabilidade no valor da moeda, que fornece maior autonomia política e menor necessidade de manter reservas internacionais.

³² Paula *et al.* (2024) argumentam que uma nova forma de vulnerabilidade externa emergiu nos países periféricos a partir dos anos 2000, com o chamado “*original sin redux*” (“pecado original revisitado”). Nesse caso, investidores estrangeiros passaram a atuar nos mercados de capitais domésticos, obtendo ativos denominados em moedas periféricas, mas mantendo as obrigações com os credores em sua moeda local. Com uma possível desvalorização da moeda periférica, esses investidores irão preferir vender seus ativos que estão atrelados a essa moeda, engendrando possíveis descasamentos nos passivos dos investidores. Esse esquema impulsionou maiores saídas de capitais da periferia, exercendo uma forte pressão sobre as taxas de câmbio.

contribuindo para a integração financeira do país com os mercados internacionais. Ademais, o maior número de investidores estrangeiros operando com ativos atrelados à moeda internacional favorece a redução dos custos de financiamento e aumento da concorrência (Maziad *et al.*, 2011; Belfrage *et al.*, 2016).

Finalmente, Andrade e Cunha (2010) destacam a importância de se alcançar prestígio e poder político internacional ao emitir uma moeda com status internacional. Como é difícil mensurar este aspecto, ele é pouco discutido por autores da corrente *mainstream*. No entanto, sua análise é significativa para o entendimento dos tipos de internacionalização. Para Frankel (2012), o enfraquecimento da libra enquanto moeda-chave está diretamente relacionado com a redução da sua hegemonia política e militar.

À despeito das vantagens apresentadas, existem também alguns custos, como a possível redução da autonomia da política monetária. Isto porque o aumento na utilização da moeda no comércio *offshore* pode afetar o controle das autoridades monetárias do país emissor.³³ A presença de um grande número de investidores não residentes no mercado financeiro doméstico afeta o movimento das taxas de juros e de câmbio, pressionando a capacidade da economia em absorver a alta volatilidade dos fluxos de capitais. Caso o país possua um sistema financeiro frágil e pouco desenvolvido, poderá apresentar episódios de oscilações e instabilidade financeira. Por conseguinte, o país pode apresentar uma alta volatilidade cambial (Maziad *et al.*, 2011; Belfrage *et al.*, 2016).

Belfrage *et al.* (2016) argumentam que a internacionalização contribui para a volatilidade da moeda, pois os investidores estrangeiros passam a utilizá-la em operações financeiras dentro e fora das fronteiras do país emissor, deixando-a sujeita às flutuações dos mercados internacionais. Os investidores globais passam a operar, de forma expressiva, com ativos de curto prazo dentro do país emissor, além de negociar a moeda como um ativo *per se* nos mercados internacionais. Como resultado, a moeda torna-se mais volátil e sensível às flutuações inerentes das operações financeiras. Por fim, é importante mencionar que o emissor de uma moeda líder possui uma grande responsabilidade com a estabilidade da economia internacional e, consequentemente, suas ações guiam as decisões do resto do mundo. Em síntese, a internacionalização aproxima os mercados doméstico e internacional, ou seja, alterações nas condições externas irão impactar significativamente o movimento de preços dos ativos domésticos, mesmo que não haja mudanças nas condições internas. Assim, um país só

³³ No caso dos Estados Unidos, esta possível desvantagem não se aplica, uma vez que o governo norte-americano possui plena autonomia de suas políticas macroeconômicas e, enquanto emissor da moeda-chave, detém o privilégio exorbitante de não se atentar ao impacto de suas decisões sobre o resto do mundo.

deve iniciar este processo caso seja capaz de sustentar uma posição importante nos mercados financeiros internacionais, além de ter um sistema financeiro doméstico capaz de amortecer possíveis oscilações. Isto posto, a tabela 4 sintetiza as visões das teorias EPI, *mainstream* e pós-keynesiana sobre a internacionalização de moedas, além de resumir os determinantes, vantagens e desvantagens apresentados ao longo deste capítulo.

TABELA 4: Síntese sobre as principais características da internacionalização de moedas

Internacionalização de moedas segundo as três teorias		
EPI	<i>Mainstream</i>	Pós-keynesiana
Importância do componente político	Abordagem puramente empírica	Importância do prêmio de liquidez
Diferenciação entre os usos privado e público	Foco no papel do dólar	Existem diferentes graus de internacionalização
Aborda apenas o caso das moedas centrais	Aborda apenas o caso das moedas centrais	Aborda o caso das moedas periféricas e apresenta dois tipos adicionais de internacionalização
Determinantes, vantagens e desvantagens de ser emissor da moeda-chave		
Determinantes	Vantagens	Desvantagens
Tamanho do país emissor, estrutura do mercado financeiro doméstico, influência política, estabilidade da moeda e postura dos governos.	Redução dos custos de transação e do risco cambial, senhoriagem, desenvolvimento das instituições bancárias domésticas, prestígio e poder político internacional.	Possível redução da autonomia da política monetária, maior volatilidade cambial, grande responsabilidade com a estabilidade da economia internacional.

Fonte: Elaboração própria.

2.6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente capítulo apresentou os aspectos da moeda, mostrando sua importância para a dinâmica das economias capitalistas modernas. A contribuição de Keynes é o ponto de partida para esta avaliação pois, como se sabe, seus estudos permitiram entender que a moeda é muito mais que um simples meio de troca. Seu atributo de liquidez máxima pode ser ampliado em momentos de maior incerteza, quando os agentes estão em busca de maior segurança e

convertibilidade. Assim, a ruptura de Keynes com a teoria clássica permitiu o entendimento de que a moeda não é neutra, sendo capaz de afetar as variáveis econômicas tanto no curto quanto no longo prazo. Em consonância, a teoria pós-keynesiana traz significativas contribuições, especialmente em relação aos aspectos que compõem os fluxos de capitais. De maneira oposta à visão *mainstream*, o enfoque pós-keynesiano destaca o caráter pró-cíclico desses fluxos, cuja direção é determinada pelo apetite ao risco e preferência pela liquidez dos investidores internacionais.

Em seguida, foi mostrado que a assimetria monetária decorre da existência da hierarquia de moedas, intensificada após o início da globalização financeira. Autores da EPI destacam a importância do componente político, além do fator econômico, para entender o desempenho de uma moeda no nível internacional. Entretanto, o caso das moedas periféricas não está incluído nesta abordagem, e é nesse sentido que repousa a contribuição pós-keynesiana. Sob este prisma, a atuação de uma moeda fora de seu país emissor está relacionada ao seu prêmio de liquidez. Ademais, quanto menor é esse retorno, menor é o *policy space* e maior é a volatilidade cambial.

A abordagem *mainstream* utiliza uma extensa modelagem para examinar a internacionalização, enquanto na EPI se concentra nos determinantes políticos. Ambas abordam apenas o caso das moedas centrais. É nesse sentido a contribuição pós-keynesiana repousa, ao analisar o caso das moedas periféricas e suas especificidades. O capítulo também se ocupou de mostrar, teoricamente e a partir de dados, as funções que a moeda pode exercer internacionalmente.

Existem alguns determinantes para a internacionalização, como o tamanho do país emissor, a estrutura do mercado financeiro doméstico, influência política, estabilidade da moeda e postura dos governos. Adicionalmente, este processo engendra vantagens e desvantagens. O país emissor de uma moeda internacional pode se beneficiar com a redução dos custos de transação e do risco cambial, senhoriagem, desenvolvimento das instituições bancárias domésticas, além de prestígio e poder político internacional. Dentre as desvantagens, pode haver redução da autonomia da política monetária, maior volatilidade cambial e o fato de o país emissor obter uma grande responsabilidade com a estabilidade da economia internacional.

Cabe apresentar a importância da relação entre internacionalização e hierarquia de moedas. Para De Conti (2011), a distribuição das moedas na hierarquia é que determina quais moedas serão utilizadas pelos agentes no âmbito internacional. Ou seja, não é a escolha dos agentes que define o uso internacional de uma moeda e, por consequência, a hierarquia. Além disso, o grau de abertura comercial e financeira não é a melhor forma de analisar o impacto da

integração financeira doméstica no uso da moeda no âmbito internacional. Orsi (2019) aponta que a visão *mainstream* considera que existe uma relação direta e linear entre a posição de uma moeda na hierarquia e o tipo de internacionalização adotado. Neste caso, quanto maior for a utilização da moeda no âmbito internacional, maior será sua posição na hierarquia. Em contraste, a abordagem pós-keynesiana destaca a relação entre esses fatores não é direta e linear.

Este capítulo compartilha da concepção de que os países do Sul Global enfrentam uma assimetria monetária e busca contribuir para o debate ampliando este conceito. A literatura existente examina esta assimetria através da hierarquia de moedas, enquanto a internacionalização é analisada à parte. Conclui-se, também, que hierarquia e internacionalização de moedas são conceitos imbricados e moldam, conjuntamente, a assimetria monetária enfrentada por estes países. Ao decompor o conceito de internacionalização, entende-se que é a capacidade de uma moeda desempenhar suas funções básicas fora de seu país emissor. E é esta atuação que determina sua posição na hierarquia.

Não obstante, os próximos dois capítulos têm o intuito de analisar o caso da China que, apesar de integrar o grupo de países do Sul Global, é a segunda maior economia mundial e possui especificidades na forma como conduz suas políticas macroeconômicas. De acordo com os fatores que serão apresentados, o papel do Estado chinês é vital para a manutenção do *policy space*.

CAPÍTULO 3 – O PAPEL DA CHINA NA ECONOMIA MUNDIAL: INSERÇÃO NA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E OS IMPACTOS DAS ASSIMETRIAS FINANCEIRA, MACROECONÔMICA E PRODUTIVA

3.1. INTRODUÇÃO

O capítulo 1 teve o intuito de contextualizar o acordo de Bretton Woods e seus desdobramentos para a formação de um novo Sistema Monetário Internacional (SMI), composto pelo dólar como moeda-chave, regime de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. Como resultado das diferentes formas de integração financeira internacional, os países do Sul Global enfrentam assimetrias que impactam sua conjuntura doméstica e *policy space*. A China, além de ser a segunda economia mais importante do mundo, possui um peso incontestável dentro desse grupo. Nesse sentido, foi preciso superar a condição de pobreza extrema, melhorar a situação de sua vasta população rural e impulsionar a industrialização, mas sem renunciar aos seus sólidos preceitos. Conforme se pretende argumentar neste capítulo, a arquitetura macroeconômica e o papel do Estado na China fornecem uma margem de manobra maior para que o gigante asiático possa responder aos desafios impostos pelas assimetrias.

Isto posto, através da revisão da literatura e análise de diferentes dados, pretende-se investigar os impactos das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva na economia chinesa. Para tanto, é necessário conhecer a trajetória da China, tanto do ponto de vista econômico quanto político. Fatores como a ascensão do Partido Comunista Chinês (PCCh), a inserção gradativa na globalização financeira e as transformações no sistema financeiro doméstico são cruciais para esta compreensão. Para atingir este objetivo, a seção 3.2. analisa as transformações ocorridas a partir de 1949, com a chegada do PCCh ao poder sob a liderança de Mao Tsé-tung. A seção 3.3. recapitula a importância das reformas iniciadas em 1979, a seção 3.4. mostra as transformações no sistema financeiro chinês, passando pelos efeitos das crises asiática e financeira para, enfim, falar sobre as medidas recentes, enquanto a seção 3.5. analisa a questão da regulação. Por sua vez, a seção 3.6. trata dos impactos das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva. Por fim, na seção 3.7., serão feitas as considerações finais sobre os temas abordados nas demais.

3.2. 1949: A ASCENSÃO DO PARTIDO COMUNISTA CHINÊS E SEUS DESDOBRAMENTOS

Ao longo dos séculos XIX e XX, a China atravessou períodos de fortes turbulências, grande instabilidade política, disputas de poder interno e conflitos. Como legado das guerras e

da rivalidade Sino-Japonesa, e economia chinesa enfrentou a deterioração da agricultura e do capital industrial, bem como altos índices de inflação e pobreza extrema. Era necessário, então, manter a coesão política e impulsionar a industrialização para superar a condição de subdesenvolvimento. De acordo com Naughton (2007), o ano de 1949 é o ponto de virada das transformações chinesas, visto que, nos anos anteriores, o crescimento econômico foi pífio e acompanhado de uma intensa desintegração política. A revolução de 1949, que culminou na passagem do governo liderado pelo Partido Nacionalista Chinês para o PCCh, marca o início do período de poder político presente na República Popular da China, vigente até os dias atuais. O principal objetivo era impulsionar a economia chinesa (devastada pelas guerras) e controlar a resistência da oposição interna.

Nesse contexto, foram adotadas medidas para superar as desigualdades decorrentes do antigo sistema (como a reforma agrária e a ampliação dos direitos sindicais), além de um rígido tratamento àqueles que se mostravam contrários ao Estado. Além de buscar uma coesão política, o PCCh também se empenhou em implementar medidas para conter a alta inflação e recuperar a agricultura e o setor industrial. Nas palavras de Saich (2004), o surgimento da República Popular da China, ao invés de Ditadura Democrática Popular, simboliza o tom mais suave utilizado pelo líder Mao Tsé-tung para promover a reconciliação de classes, adotando, inicialmente, uma postura relativamente moderada.

No tocante ao período da Guerra Fria, a China contou com o apoio da União Soviética e buscou implementar seu modelo de desenvolvimento, a despeito das dificuldades enfrentadas para a consolidação do ideário socialista em oposição ao antigo arcabouço. Durante a década de 1950, as ações da China se mostraram alinhadas com o regime soviético, não obstante, nas décadas posteriores, o governo buscou adequar esse sistema à ideologia maoísta e à realidade chinesa. Houve uma significativa reorientação econômica, rompendo com as raízes do sistema anterior ao fomentar o desenvolvimento do complexo industrial socialista. Com efeito, Naughton (2007) conceitua essa estratégia de desenvolvimento socialista adotada pela China, com foco na indústria pesada, como “*Big Push industrialization*”, enquanto Aglietta e Bai (2013) denominam como “*industrialization with visible hand*”. Durante este período, o governo controlou grande parte da economia, enquanto injetava recursos galopantes para a construção de novas fábricas e ampliação do parque industrial. A principal fonte de receita se constituía a partir dos excedentes gerados pelas empresas controladas pelo governo, fornecendo capacidade fiscal para que esses recursos fossem mobilizados para a estratégia de industrialização.

Autores como Saich (2004) e Weber (2021) argumentam que era preciso alcançar a estabilidade de preços após um longo período de hiperinflação para legitimar o governo

revolucionário de Mao Tsé-tung. Não obstante, o avanço no projeto de industrialização pressionou a situação degradante dos camponeses, visto que os grandes investimentos na indústria pesada não tiveram como contrapartida a expansão dos bens de consumo. Dito de outra forma, a concentração de recursos na indústria pesada favoreceu a criação de gargalos e desequilíbrios na economia, uma vez que o setor agrícola vivenciava a falta de mão de obra e de insumos, gerando um quadro de queda nas taxas de retorno e de produtividade no campo. Este cenário levou o líder Mao Tsé-tung a combinar a expansão da produção agrícola com o crescimento industrial, entretanto, o resultado foi o avanço da fome e a fragmentação das decisões dos diferentes grupos de liderança sobre os novos rumos da economia chinesa. Houve, assim, uma escassez na oferta de força de trabalho, enquanto as capacidades agrícola e industrial exigiam cada vez mais. Apesar dos significativos avanços na industrialização, a produtividade agrícola mostrou-se restringida.

Cumprе ressaltar que, até aqui, o intuito do capítulo foi apresentar uma breve recapitulação sobre o contexto em que a economia chinesa se encontrava antes das reformas ocorridas no final dos anos 1970. Com a morte de Mao Tsé-tung, em 1976, foi necessária uma rearticulação dentro do PCCh para escolher uma nova liderança e, como se sabe, a China apresenta níveis elevadíssimos de pobreza. Coube a Deng Xiaoping assumir este posto com o objetivo de deslocar, de maneira gradual, o cerne de uma economia centralmente planejada para uma economia relativamente liberalizada, promovendo a inserção da China na economia internacional. Apesar do reconhecimento de que mudanças eram necessárias, como era de se esperar, houve uma forte oposição às reformas, tanto por razões ideológicas quanto pela forma como estas foram conduzidas.

Na esteira desses acontecimentos, a Terceira Plenária do Décimo Primeiro Congresso do Comitê Central, ocorrida em dezembro de 1978, marcou a inserção gradual da China na globalização financeira, iniciando uma nova era em sua orientação política.³⁴ No setor rural, as mudanças foram rápidas e buscaram encorajar a produção agrícola, reduzindo a pressão sobre os agricultores e aumentando os investimentos no setor. Por sua vez, as mudanças na indústria foram mais brandas, devido aos interesses institucionais existentes (Saich, 2004; Naughton, 2007; Aglietta e Bai, 2013).

³⁴ Até o início da década de 1970, a relação entre China e Estados Unidos foi pautada pela retaliação ao regime comunista, resultando no bloqueio comercial e financeiro. Dado o início das reformas, as relações diplomáticas entre as duas nações foram restabelecidas. Nesse sentido, Medeiros (1999) mostra que este reatamento se iniciou em 1972, quando o presidente norte-americano Richard Nixon visitou a China. Após este episódio, o bloqueio comercial foi suspenso e a China passou a exportar altos volumes de grãos para os Estados Unidos.

3.3. 1979: O MARCO HISTÓRICO DAS REFORMAS EM DIREÇÃO A UM NOVO RUMO DA ECONOMIA CHINESA

O âmago da ascensão da China como uma superpotência se encontra na transição de um sistema econômico centralmente planejado para uma economia gradualmente liberalizada, sendo o ano de 1979 a pedra angular para esta nova etapa. Sob o comando de Deng Xiaoping, foram colocadas em prática as reformas econômicas, com o objetivo de modernizar a economia através de um projeto de desenvolvimento baseado em quatro pilares: agricultura, indústria, Ciência e Tecnologia (C&T) e, por fim, forças armadas. Intitulado como as Quatro Modernizações, este célebre programa buscou desenvolver os setores-chave para criar uma sinergia, capaz de transmutar os rumos da história da economia chinesa. Ademais, conforme citado por Saich (2004), Deng Xiaoping foi responsável pela *open-door policy* que, em outras palavras, representa a introdução de mecanismos de abertura na economia chinesa.

Para atingir tais objetivos, seria necessário conter as divergências políticas internas e atenuar o controle estatal. Cumpre mencionar que estas mudanças ocorreram sincronicamente com o colapso de Bretton Woods, explicitado no capítulo 1. Naquele contexto, a liberalização estimulou a concorrência industrial entre os países, fato que evidenciou a falta de competitividade do setor produtivo chinês. Em conversas com economistas e autoridades chinesas envolvidas nas reformas iniciadas em 1979, Weber (2021) preconiza que a justificativa para impulsioná-las não foi baseada em inspirações teóricas ou ideológicas, mas sim numa urgência do ponto de vista econômico. Dito de outra forma, a necessidade de mudanças era patente, no entanto, não se sabia ao certo como isso iria acontecer.

Sobre a agricultura, o governo buscou reformular o sistema de preços dos bens agrícolas, anteriormente regulados por órgãos estatais, como também se empenhou em aumentar a regulação do mercado. Os ajustes nos preços de compra dos cereais e de venda dos insumos destinados à agricultura representam o primeiro grande passo do Estado chinês em direção à reforma no sistema de preços da economia doméstica. Adicionalmente, as comunas³⁵ agrícolas foram substituídas por contratos de responsabilidade e, assim, a produção passou a ser realizada pelas famílias camponesas, embora a propriedade da terra permanecesse nas mãos do Estado. De fato, estes contratos permitiram que as famílias pudessem reter parte do excedente produzido, resultado do uso por subsistência e da parcela destinada ao governo. A

³⁵ Nos anos 1950, foram instituídas as comunas agrícolas, que correspondiam a unidades produtivas autônomas, tendo como alicerce a doutrina socialista, ao assegurar o bem-estar de seus residentes. Seus objetivos incluíam a mobilização de mão de obra, fornecimento de serviços e produção industrial em pequena escala, garantindo a estabilidade da administração política no campo (Saich, 2004; Naughton, 2007).

modernização da agricultura também foi possível devido à utilização de novas máquinas e à sofisticação na produção de fertilizantes químicos (Saich, 2004; Naughton, 2007; Weber, 2021).

Em síntese, essas medidas engendraram o aumento da produtividade e da renda no campo, além do estreitamento entre os preços agrícolas e industriais já no início dos anos 1980. Por fim, o crescimento das atividades agrícolas contou com o suporte de investimentos externos, crucial para expandir a capacidade produtiva do campo e as exportações. As empresas estrangeiras, em parceria com as chamadas empresas de municípios e vilas (em inglês, *township and village enterprises*)³⁶, puderam transferir suas produções menos complexas para o mercado chinês, usufruindo de vantagens como linhas de crédito preferenciais, acesso a fundos de investimento locais e subsídios fiscais (Aglietta e Bai, 2013).

No tocante à modernização da indústria, Naughton (2007) mostra que a ampliação do parque industrial era o fio condutor da estratégia de longo prazo presente nas reformas propostas por Deng Xiaoping. Antes, prevalecia o sistema de planejamento centralizado, no qual as atividades industriais eram altamente concentradas no setor público e reguladas pelos órgãos vinculados ao PCCh, não havendo espaço para que estas empresas pudessem gerir, de forma autônoma, sua produção. Após 1979, as empresas tornaram-se autônomas e passaram a exercer sua própria gestão administrativa, resultando no aumento da produtividade e da participação no PIB.

O setor de C&T era concentrado, pouco desenvolvido e contava com pouco acesso a inovações, além ser dependente das decisões políticas do Estado. Para superar esta condição, o governo chinês destinou expressivos volumes de concessões fiscais e tributárias para atrair investimentos externos para os setores mais intensivos em tecnologia. Ou seja, a flexibilização da atuação de empresas transnacionais ocorreu de forma seletiva e sob a forte regulação pública. Adicionalmente, foram determinadas algumas exigências, como acordos de transferência de tecnologia, visando a capacitação e incorporação tecnológica pelas empresas domésticas (Zonenschain, 2006).

Sobre a reforma das forças armadas, Leão (2012) argumenta que se tornou necessário reestruturar o Exército de Libertação Popular da China, com o objetivo de fortalecê-lo frente a possíveis ameaças externas. Para tanto, seria necessário modernizar os equipamentos militares, estabelecer uma nova doutrina militar e redefinir o papel das forças armadas na sociedade.

³⁶ Para mais detalhes, ver Saich (2004) e Naughton (2007).

Resumindo, o ano de 1979 representou, no plano político, a passagem de uma economia centralmente planejada e ancorada nos princípios do socialismo soviético para uma economia liberalizada, mas ainda sob forte domínio estatal, especialmente sobre o sistema financeiro doméstico e políticas públicas. Por sua vez, no plano internacional, a China abandonou o *status* de economia isolada e se integrou, gradativamente, na globalização financeira. A modernização da agricultura permitiu o aumento da produtividade do setor, enquanto incentivos foram dados para regiões e setores frutíferos para a indústria. Por fim, foram retomadas as relações diplomáticas com as demais nações, juntamente com a modernização das forças armadas chinesas.

O Décimo Quarto Congresso do PCCh, ocorrido em outubro de 1992, reconheceu os esforços de Deng Xiaoping em promover a reforma socialista e as Quatro Modernizações, assim como a construção do chamado “socialismo com características chinesas”. As consagradas reformas econômicas forneceram um importante papel para as forças de mercado que, ao atuarem conjuntamente com a esfera pública, puderam conduzir a economia chinesa a patamares mais elevados. Para Jabbour (2010), o sucesso da experiência chinesa, organizada sob a forma de um socialismo de mercado, está na própria formação social do país, bem como o fato de possuir regiões férteis, com uma vasta massa camponesa e boas condições naturais. Nesse sentido, o socialismo com características chinesas reflete a postura do governo em combinar três aspectos importantes: o planejamento da política, o controle estatal dos principais instrumentos do processo de acumulação e o papel do mercado. Enquanto o socialismo é a primeira fase para se alcançar o comunismo, a China, na própria concepção dos chineses, se encontrava na fase primária do socialismo. Nas palavras do autor, é factível caracterizar a China como uma “economia de mercado sob orientação socialista”, na qual existe uma harmonia entre o controle do Estado e o papel do mercado.

3.4. AS TRANSFORMAÇÕES NO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS

3.4.1. Do início das reformas em 1979 até a eclosão da crise dos países asiáticos

Antes das reformas, o *People's Bank of China* (PBC) era o único banco da China, responsável por controlar todo o sistema financeiro doméstico e alocar os recursos sob um planejamento central imposto pelo governo. Autores como Aglietta e Bai (2013) enfatizam que esse sistema mono-bancário era compatível com o cenário em que a China se encontrava, isto é, uma economia cuja produção e preços eram determinados pelo governo. E, nesse contexto, não existia nenhum tipo de regulamentação financeira. Com o início da década de 1980 e das

reformas já citadas, o Estado chinês atuou fortemente para reformular o setor financeiro chinês. Como se sabe, a conjuntura internacional seguia a direção da globalização financeira que, conforme mencionado, promoveu o maior movimento de capitais entre os países em um contexto de liberalização financeira.³⁷

Na mesma linha, Huang (2010) mostra que, no contexto da fundação da República Popular da China, em 1949, o modelo adotado era de uma economia centralmente planejada, composta predominantemente por empresas estatais³⁸. Destarte, a presença do setor privado para financiar e alocar recursos era dispensável. Foi assim que os mercados financeiros existentes foram desfeitos e, em 1952, as bolsas de valores deixaram de operar, cessando o mercado de valores mobiliários na China. Já em 1959, o mercado de seguros foi fechado, resultado do encerramento das atividades da *People's Insurance Company of China* (PICC). Ou seja, naquele momento, não havia regulamentação financeira *de facto* na China.

Como parte das reformas e da reorientação da economia chinesa, o sistema bancário foi reformulado e as atividades comerciais foram distribuídas para quatro bancos estatais recém-criados (conhecidos como “*Big Four*”)³⁹, responsáveis por supervisionar e financiar diferentes esferas (como por exemplo, infraestrutura e agricultura). Para aumentar a competição, foi autorizada a criação de outros bancos comerciais, cuja propriedade pertence ao Estado e a investidores privados. Após essas mudanças, em 1983, o PBC se consolidou como o banco central chinês, ocupando o topo da hierarquia do sistema bancário chinês de dois níveis. Vale lembrar que os mercados de valores mobiliários e de seguros foram restabelecidos no início da década de 1980. Assim, é importante ratificar que, apesar da maior presença do setor privado, a figura do Estado se manteve perene, designando um modelo singular na China: a já mencionada harmonia entre o controle estatal e o papel do mercado. Por sua vez, naquele momento, o PBC era o único regulador financeiro (Huang, 2010; Shi, 2023).

Já no final dos anos 1980, as autoridades chinesas priorizaram o enfrentamento da inflação, freando os processos de liberalização e transformação do sistema financeiro doméstico. Como resultado, houve uma centralização das decisões, além da expansão do crédito direcionado, menor flexibilidade da taxa de juros e restrições na atuação dos *Big Four*

³⁷ Sobre a financeirização da economia chinesa, autores como Xie *et al.* (2022) e Shi (2023) concluem que, apesar das mudanças na estrutura do sistema financeiro doméstico e da queda na acumulação produtiva, é cedo para afirmar que a China enfrenta um processo de financeirização. O risco maior está no nível de descontrole das atividades financeiras na economia doméstica. Para evitar a dominância das finanças, o governo iniciou estratégias de longo prazo com o objetivo de aumentar a acumulação produtiva e fomentar inovações no setor industrial.

³⁸ Também conhecidas como *state-owned enterprises* (SOEs).

³⁹ *Agriculture Bank of China* (criado em janeiro de 1979), *Bank of China* (criado em março de 1979), *China Construction Bank* (criado em maio de 1983) e *Industrial and Commercial Bank of China* (criado em janeiro de 1984).

(Mendonça, 2015). No plano político, com a saída de Deng Xiaoping, em meados de 1993, Zhu Rongji assumiu o papel de formulador das políticas econômicas da China, sendo formalmente nomeado como primeiro-ministro no início de 1998. Naquele momento, metade dos gastos do governo central era financiada através da emissão de dívidas, o que pressionou a situação fiscal, num cenário já caracterizado por altos níveis de inflação. Além disso, os bancos concediam empréstimos não produtivos, o que levou a pressões sobre uma possível crise bancária.

Ficou patente a necessidade de um novo arranjo de reformas e, a partir de 1994, é iniciada uma segunda fase de reestruturação no setor financeiro chinês, quando o sistema bancário foi dividido entre bancos comerciais, bancos de desenvolvimento públicos (*policy banks*)⁴⁰ e bancos cooperativos. Nesse novo sistema multiníveis, o PBC permaneceu no topo, seguido pelos bancos de desenvolvimento públicos e *Big Four*, que ampliaram sua capacidade para fornecer empréstimos, mas ainda atuando sob a forte regulação do Estado. Com efeito, a segunda fase de reformas visou reestruturar a regulação e a administração dos sistemas bancário, tributário, governança corporativa e setor externo. Além disso, esta segunda fase coincidiu com uma forte onda de globalização, que favoreceu as exportações da China e contribui para o alívio dos problemas estruturais que o país enfrentava. Assim, a maior conexão no mercado internacional permitiu a absorção dos excedentes gerados na economia chinesa (Saich, 2004; Aglietta e Bai, 2013).

Alguns fatores introduziram a concorrência no sistema financeiro chinês, dentre eles, pode-se destacar a concessão de empréstimos por parte dos bancos comerciais públicos fora de seu nicho original e a permissão para a atuação de poucos bancos estrangeiros nas chamadas Zonas Econômicas Especiais (ZEE) – todavia, sem operar utilizando a moeda local. Além disso, bancos regionais, cuja propriedade pertence parcialmente aos governos locais, também foram permitidos nas ZEE. As empresas vinculadas às ZEE desfrutavam de maior liberdade cambial, incentivos fiscais e melhor infraestrutura e, com isso, aquelas que operavam fora dessas zonas ficavam sujeitas à política fortemente protecionista da China (Deos, 2015).

Deos (2015) mostra que, ainda em 1994, foi regulamentada a entrada de investimentos externos no setor financeiro chinês. Naquele momento, os bancos estrangeiros precisavam ter presença prévia na China, um volume mínimo de ativos e boa avaliação como instituição financeiramente saudável. As operações permitidas incluíam a utilização de moeda estrangeira nas negociações com pessoas físicas, empresas estrangeiras e empresas chinesas sediadas no exterior. Não obstante, no final da década de 1990, a participação dos bancos estrangeiros ainda

⁴⁰ *China Development Bank, Agricultural Development Bank of China e Export–Import Bank of China.*

era limitada. Em 1995, entrou em vigor a Lei Bancária, cujo objetivo era promover a transição dos *Big Four* para empresas abertas. Dentre as reformas propostas pela lei, destacam-se a transformação dos *Big Four* em bancos com maior autonomia, a introdução de instrumentos prudenciais compatíveis com os padrões internacionais e a proteção dos depositantes.

Em linhas gerais, Zhu Rongji deu início à segunda fase das reformas econômicas na China, identificada por um viés mais radical. A austeridade macroeconômica foi o balizador de sua gestão, que se caracterizou por uma menor oferta de crédito barato para empresas estatais, que se tornaram responsáveis por seus lucros e perdas. Houve, assim, uma reestruturação empresarial, na qual as forças de mercado tiveram um papel fundamental. Em relação às receitas do governo, houve a ampliação da base tributária, que passou a incidir de forma uniforme para todos os agentes econômicos, contribuindo para o alívio da relação entre o governo central e os locais. As mudanças também atingiram o sistema bancário e o PBC assumiu um papel ativo na condução da política monetária (Naughton, 2007).

O PBC amplia a liquidez da economia chinesa através da esterilização parcial do montante de moeda nacional resultante do aumento das reservas cambiais. De acordo com o objetivo da política monetária em determinado período, o banco central chinês aumenta ou reduz os depósitos compulsórios e os controles sobre a oferta de crédito. Desta forma, além de ser responsável pela estabilidade do sistema financeiro chinês e pela formulação da política monetária, o PBC também tem como funções a emissão e supervisão da circulação da moeda nacional, gerenciamento das reservas cambiais e regulamentação do mercado interbancário (Burlamaqui, 2015).

É importante destacar que as cidades Xangai e Shenzhen emergiram como os principais centros financeiros dentro do território chinês e, no início dos anos 1990, foram criadas suas bolsas de valores. Cumpre mencionar que Xangai faz parte das ZEE, isto é, tem uma localização privilegiada e foi beneficiada para se tornar uma região atrativa para empresas multinacionais e volumes de Investimento Estrangeiro Direto (IED). Já Hong Kong se constitui como o cerne do mercado financeiro *offshore* da China, sendo de extrema relevância para o sistema bancário chinês. Dados fornecidos pela última edição do *Global Financial Centres Index* (2024) mostram que Hong Kong aparece em quarto lugar na lista dos principais centros financeiros do mundo, enquanto Xangai encontra-se na sexta posição, Shenzhen na décima primeira e, Pequim, na décima quinta.⁴¹ Estes dados são resultado de avaliações de variáveis como ambiente de negócios, competitividade, infraestrutura, reputação e desenvolvimento do setor

⁴¹ Em primeiro lugar está Nova York, seguida por Londres e Singapura.

financeiro. Sendo assim, servem como uma importante referência para investidores e formuladores de política. Como destacado por Tobin e Volz (2018), a existência de controles de capital limita a expansão do potencial de Xangai e Shenzhen em oferecer uma gama maior de produtos financeiros.

3.4.2. Os impactos das crises asiática e financeira global na economia chinesa

A crise dos países asiáticos se iniciou em julho de 1997 na Tailândia e em outubro atingiu Hong Kong, Taiwan e Coreia do Sul, principais parceiros comerciais da China. As moedas destes países sofreram uma forte depreciação, mas o governo chinês decidiu não depreciar sua moeda. Dentre as consequências, houve uma queda acentuada na rentabilidade das firmas, devido às restrições no comércio exterior e perda de competitividade (Aglietta e Bai, 2013),

Tornou-se evidente a forte ligação das economias do Leste Asiático, que enfrentaram uma crise cambial e financeira, pois não detinham reservas internacionais suficientes para cumprir com suas obrigações. Desta forma, a crise financeira asiática impulsionou a ideia de uma cooperação regional para gerenciar os efeitos adversos. Foi assim que surgiu a *Chiang Mai Initiative* (CMI), em 2000, cujo objetivo é estabelecer acordos bilaterais de *swap* para fornecer suporte de liquidez complementar aos países do ASEAN+3 (Sussangkarn, 2010; Park, 2016). Em 2007, os países membros concordaram que deveria haver um esquema único de agrupamento de reservas multilateralizado e, com isso, foi estabelecida a *Chiang Mai Initiative Multilateralized* (CMIM), que só entrou em vigor em março de 2010. Não obstante, como ressalta Gao (2023), o CMIM nunca foi ativado, mas funciona como um sobreaviso caso os países do ASEAN+3 precisem de suporte financeiro.

Outro aspecto a ser ressaltado, é que a crise asiática favoreceu o protagonismo da China, uma vez que a combinação de alguns fatores como a apreciação de certas moedas (como da Malásia, Indonésia e Tailândia) a partir de 1995 e a ampliação de seus coeficientes de importação, em um cenário de liberalização, dificultou a participação dessas nações na integração regional produtiva. Como resultado, a China foi capaz de absorver mais investimentos estrangeiros e impulsionar seu setor industrial, além de se constituir como um grande mercado exportador do continente asiático (Leão, 2012). Em decorrência da crise, os países asiáticos perceberam a necessidade de uma cooperação financeira regional, como forma de proteger suas economias e evitar novas crises. Com isso, Japão, Coreia do Sul e China se empenharam em fortalecer suas relações juntamente com os países que compõem a Associação

de Nações do Sudeste Asiático (*Association of Southeast Asian Nations*)⁴², cuja sigla em inglês é ASEAN. Em sequência, se formou o grupo ASEAN+3 (Burlamaqui, 2015).

No tocante ao sistema bancário, Mendonça (2015) preconiza que havia na China a preocupação com os elevados índices de empréstimos inadimplentes (ou de liquidação duvidosa, conhecidos como *non-performing loan*) dos *Big Four*, fato que foi agravado com a chegada da crise asiática. A explicação se deve ao formato adotado para a concessão de créditos sem a análise adequada sobre a capacidade de pagamento, sobretudo voltado para as grandes empresas estatais. Para mitigar este desequilíbrio, o governo implementou algumas medidas, como a recapitalização dos bancos, a adoção de um novo sistema de classificação baseado em riscos e a substituição do sistema de cotas de empréstimos por um sistema de metas indicativas. Vale mencionar também que, entre 1999 e 2000, foram criadas companhias gestoras de ativos (*asset management companies*), conhecidas como AMCs, cuja função era comprar e administrar os ativos inadimplentes dos *Big Four*.

Dito de outra forma, as AMCs compravam os empréstimos duvidosos e vendiam o restante para investidores domésticos e estrangeiros, uma vez que nem todos os ativos conseguiram ser vendidos dentro do mercado de capitais chinês. Com efeito, esta busca por investidores forâneos representa um ponto importante no estreitamento das relações da China com instituições financeiras internacionais.

Outro ponto importante na internacionalização do sistema financeiro chinês foi o Decreto “*Regulations of the People’s Republic of China on Administration of Foreign-Funded Banks*”, promulgado em 2006, que definiu uma política geral para a atuação de bancos estrangeiros dentro do território chinês, estabelecendo uma diferença nos requerimentos mínimos de capital entre as subsidiárias e as filiais desses bancos. Para fins de ilustração, as subsidiárias locais que desejassem operar utilizando o renminbi (RMB) ficariam sujeitas à exigência de operação na China por no mínimo três anos, além de terem sido rentáveis por pelo menos dois anos. Desta forma, apesar do controle do Estado chinês, houve um crescimento na participação de bancos estrangeiros no mercado doméstico, ainda que este volume seja pequeno em relação ao sistema bancário chinês como um todo (Deos, 2015).

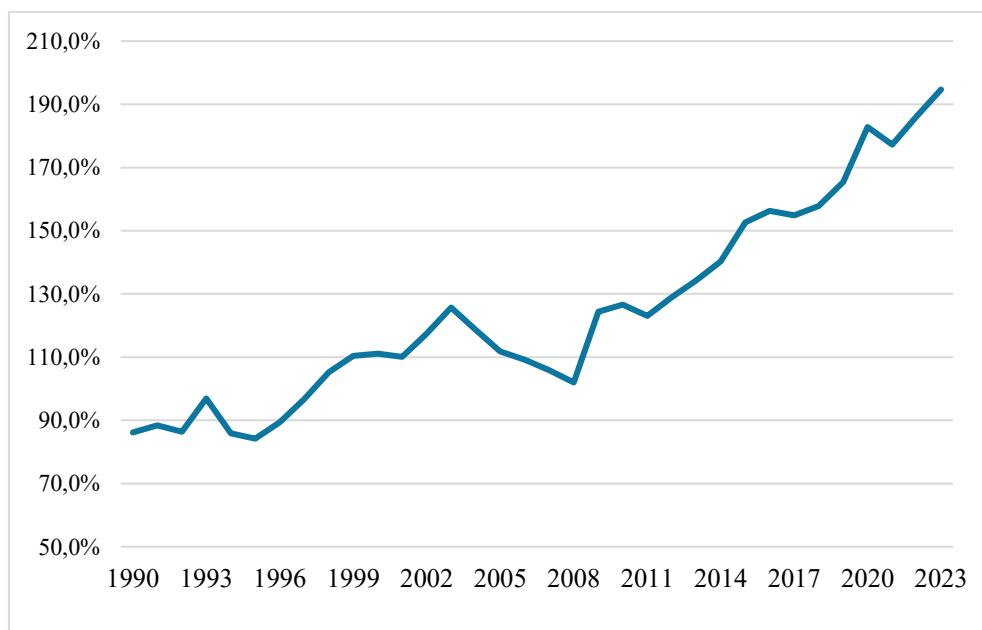
Já o mercado de capitais, que é composto pelos mercados de títulos e ações, tem como função fornecer um ambiente adequado para as empresas privadas atuarem em busca de lucro. De acordo com Aglietta e Bai (2013), o mercado de capitais fez grandes progressos na China em decorrência das medidas adotadas após a crise asiática e da consequente política monetária

⁴² Brunei, Camboja, Singapura, Filipinas, Laos, Malásia, Mianmar, Indonésia, Tailândia e Vietnã.

restritiva. Contudo, a inexorável presença do Estado impede a plena operação do mercado de capitais no sistema financeiro chinês, uma vez que as bolsas de valores, enquanto propriedade estatal, visam atender aos objetivos nacionais de desenvolvimento, em oposição aos lucros privados. Nas palavras de Shi (2023, p. 6): “*For these reasons, China’s capital market is claimed to be the only market in the world that does not encourage speculation.*”

Como comentário adicional, Tobin e Volz (2018) apontam que, a despeito do desenvolvimento do mercado de capitais desde os anos 1990, o sistema financeiro chinês continua ancorado em empréstimos bancários e que as reformas não foram capazes de reduzir a capacidade de expansão do crédito dos bancos estatais, que se constituem como grandes fontes de provisão de liquidez. O gráfico 8 oferece um panorama sobre o crescimento do crédito doméstico destinado ao setor privado na China, no período entre 1990 e 2023. Os dados mostram um crescimento exponencial e corroboram o argumento apresentado sobre a importância dos bancos na dinâmica do setor financeiro chinês.

GRÁFICO 8: Crédito doméstico para o setor privado (em % do PIB) da China (1990-2023)



Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

Prosseguindo, no início da década de 2000, houve uma reestruturação patrimonial – parcial e controlada – dos grandes bancos estatais, através da abertura do capital dos *Big Four*⁴³,

⁴³ Cumpre mencionar que, a partir de 2006, os dados do *Bank of Communications* (BOCOM) foram incluídos na mensuração dos *Big Four*, resultando na denominação *Big Five*.

que antes eram controlados exclusivamente pelo Estado chinês. Com isso, parte da propriedade estatal desses bancos foi transferida para agentes privados, inclusive estrangeiros, com o objetivo era promover a eficiência dos bancos e, assim, torná-los mais atrativos. Nesse sentido, se transformaram em empresas de capital aberto, sendo o *China Construction Bank* e o *Bank of China* os primeiros bancos escolhidos para esta reformulação. Já em 2007, foi a vez dos bancos de desenvolvimento públicos passarem por uma reestruturação, sendo o *China Development Bank* o primeiro deles a se transformar em um banco comercial. Assim, com as reformas no setor bancário, o Estado chinês deixou de ser o único acionista dos *Big Four*, ainda que detenha a maior parte das ações, permitindo a participação de outros atores.

Outro aspecto a ser ressaltado é que as reformas promovidas por Zhu Rongji auxiliaram no controle da inflação e forneceram certo grau de estabilidade macroeconômica, no entanto, também engendraram perdas sociais, afetando, principalmente, os trabalhadores de empresas estatais. A despeito das transformações do sistema bancário, o sistema financeiro chinês permaneceu concentrado nas mãos dos bancos estatais. Com a saída de Zhu, no início de 2003, Hu Jintao se tornou o presidente da China, enquanto Wen Jiabao ocupou o cargo de primeiro-ministro, iniciando uma fase mais socialmente mais inclusiva.⁴⁴

Resumindo os pontos discutidos, até meados da década de 2000, o Estado chinês ainda possuía a maior parte da propriedade do sistema bancário. A despeito da reformulação dos *Big Four* e da evolução na redução da participação estatal, o sistema bancário doméstico ainda é altamente controlado pelo governo. Vê-se, portanto, que o setor bancário, particularmente os bancos públicos, exercem um papel vital no sistema financeiro chinês, concentrando grande parte dos ativos financeiros. Por sua vez, apesar do crescimento do mercado de capitais nos últimos anos, sua participação ainda é limitada pela forte presença estatal. Assim, a concentração de atividades no setor bancário caracteriza o sistema financeiro doméstico pouco diversificado observado na China. Ainda que o governo esteja buscando aumentar a diversidade financeira e reduzir a participação dos ativos dos grandes bancos estatais, processo iniciado em 2006, os bancos estrangeiros têm uma baixa participação na economia chinesa. De acordo com Xie *et al.* (2022), o financiamento indireto é o principal pilar do sistema financeiro chinês, ao invés da emissão de títulos corporativos e ações.

⁴⁴ Em 2003, a produção agrícola apresentou seu menor valor desde 1990 e, além disso, havia uma tensão no campo, com revoltas em busca de melhores condições. Uma série de medidas foram adotadas, como por exemplo, a reforma do sistema tributário rural, a adoção de uma política oficial de subsídios agrícolas e de renda mínima para indivíduos abaixo da linha da pobreza (Jabbour, 2010).

No tocante à crise financeira de 2008, o PBC expandiu o crédito bancário e flexibilizou a política monetária para estimular a economia chinesa, na expectativa de uma desaceleração mundial. Apesar de as instituições financeiras chinesas possuírem poucos ativos vulneráveis à crise, a China adotou uma postura esquematizada e antecipada para proteger a economia doméstica, reconhecendo que suas exportações poderiam ser afetadas pela crise econômica mundial. Assim, foram adotadas políticas anticíclicas, como também um amplo conjunto de investimentos públicos em infraestrutura e no setor imobiliário (Burlamaqui, 2015). Entretanto, o sistema bancário chinês não foi capaz de absorver a crescente demanda por fundos, o que levou as empresas domésticas a buscar outras fontes de financiamento, especialmente empréstimos estrangeiros. Este movimento ocorreu em um contexto no qual os principais bancos centrais globais reduziram drasticamente as taxas de juros e implementaram programas de *quantitative easing*, bem como, houve a flexibilização das restrições aos empréstimos externos para acomodar as necessidades de financiamento interno. Tal cenário provocou uma grande entrada de capitais na China (Miao e Deng, 2020).

Não obstante, a estrutura do sistema financeiro chinês engendrou a formação de um sistema bancário paralelo (*shadow banking*), iniciado pelas forças de mercado e que busca obter oportunidades fora do balanço dos bancos formais. Essa prática se intensificou após a crise financeira de 2008 e, num cenário formado por finanças liberalizadas e flexibilização nas regulamentações, as finanças informais passaram a ser utilizadas como fonte de recursos por pequenas empresas privadas, resultando em uma divergência no volume de crédito bancário e o crescimento da liquidez. É importante mencionar que o sistema bancário paralelo não é constituído necessariamente por práticas financeiras ilegais, mas sim por aquelas que conseguem contornar o sistema regulatório. Ou seja, as operações deste sistema paralelo operam fora do sistema convencional e normalmente estão relacionadas com inovações financeiras.

Contudo, esta forma de intermediação financeira apresenta riscos e impacta negativamente a real liquidez do sistema bancário. Como mencionado, a estrutura do sistema financeiro chinês está ancorada no papel dos bancos comerciais e do crédito bancário e, desta forma, estes dois componentes possuem forte influência na formação do sistema paralelo na China. Nas palavras de Shi (2023, p. 12): “*In this sense, China’s shadow banking is literally the ‘shadow’ of commercial banks.*”.

Na China, os produtos bancários do sistema paralelo chinês incluem instrumentos de poupança e empréstimos paralelos. Este sistema se tornou uma alternativa para os bancos transferirem empréstimos sem a necessidade de atenderem às regulamentações exigidas.

Adicionalmente, as grandes empresas passaram a emprestar fundos ociosos para os setores com restrições na obtenção de empréstimos, aumentando seus lucros. Com efeito, o PBC reconheceu a participação dos bancos estatais na criação de grandes volumes de liquidez fora de seus balanços e, na tentativa de mitigar este revés, uma das medidas adotadas foi ajustar os índices de reservas compulsórias para compreender o volume de empréstimos fora do balanço. Nesse sentido, passou-se a utilizar um agregado monetário mais amplo, o chamado Financiamento Social Total (*Total Social Financing*, cuja sigla em inglês é TSF), que é utilizado para entender quais são os principais produtos que compõem o sistema bancário paralelo, através da análise do montante total de fundos transferido do setor financeiro doméstico para a economia real. Assim, este indicador é capaz de mensurar o volume de crédito e liquidez na economia (Cintra e Filho, 2015; Tobin e Volz, 2018; Shi, 2023).

De forma complementar, Mendonça (2015) argumenta que os limites impostos à taxa de juros favoreceram a formação desse sistema bancário alternativo, bem como a busca dos agentes por operações fora do controle das autoridades chinesas. É evidente, portanto que o surgimento do sistema financeiro paralelo na China está relacionado com a presença de operações menos reguladas, que engloba uma ampla gama de operações e instituições financeiras ou não. Após uma forte elevação das taxas de juros, em julho de 2013, o PBC decidiu eliminar o controle sobre aquelas incidentes sobre os empréstimos e sobre as taxas de desconto de títulos. Esta postura representou no novo passo nas reformas financeiras da China. Já em 2014, a *China Banking Regulatory Commission* (CBRC) flexibilizou a estrutura dos componentes utilizados no cálculo dos índices de empréstimos e depósitos bancários, permitindo a expansão da liquidez dos bancos.

Em resumo, o PBC vem atuando para mitigar os riscos do sistema bancário paralelo na economia chinesa, reforçando a regulamentação sobre empresas terceirizadas que operam na gestão de patrimônio, a repressão de atividades financeiras ilegais (como negociação de criptomoedas) e a eliminação dos riscos associados às Bolsas (*People's Bank of China*, 2023). A tabela 5 mostra os dados referentes ao Financiamento Agregado à Economia Real (*Aggregate Financing to the Real Economy*, cuja sigla em inglês é AFRE), utilizados para entender o TSF. O ponto de destaque é que a proporção do sistema bancário paralelo na China – obtida através da divisão da soma entre empréstimos confiáveis (*entrusted loans*), empréstimos fiduciários (*trust loans*) e aceites bancários sem desconto (*undiscounted banker's acceptances*) pelo TSF – apresenta um significativo declínio no período analisado, decorrente das novas medidas regulatórias adotadas pelo governo chinês e que serão analisadas adiante na seção 3.5. Os dados também revelam que os empréstimos confiáveis são o principal componente dos empréstimos

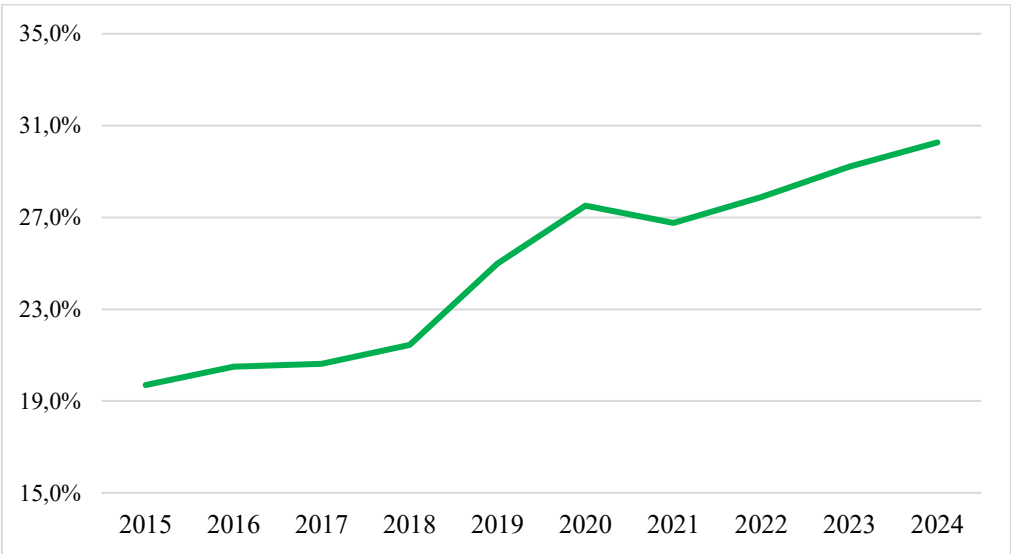
utilizado no sistema bancário paralelo. Entretanto, ao analisarmos o gráfico 9, fica claro que o sistema bancário paralelo ainda possui uma expressiva participação na economia real, o que evidencia o argumento apresentado de que há uma transferência de fundos do setor financeiro doméstico, crescendo mais de 50% no período analisado.

TABELA 5: Componentes selecionados do Financiamento Agregado à Economia Real (em RMB trilhões) na China - (2015-2024)

Período	Financiamento Social Total (TSF)	Empréstimos confiáveis	Empréstimos fiduciários	Aceites bancários sem desconto	Proporção do sistema bancário paralelo
2015	138,38	11,01	5,45	5,85	16,12%
2016	156,00	13,20	6,31	3,90	15,01%
2017	174,71	13,97	8,53	4,44	15,42%
2018	200,75	12,36	7,85	3,81	11,97%
2019	251,41	11,44	7,45	3,33	8,84%
2020	284,75	11,06	6,34	3,51	7,34%
2021	314,12	10,87	4,36	3,01	5,81%
2022	344,22	11,24	3,75	2,66	5,13%
2023	378,08	11,27	3,90	2,49	4,67%
2024	408,34	11,21	4,30	2,16	4,33%

Nota: Dados de estoque, referentes a dezembro de cada ano.
Fonte: *People’s Bank of China*. Elaboração própria.

GRÁFICO 9: Relação entre o Financiamento Social Total e o PIB (em RMB trilhões) na China (2015-2024)



Fonte: *People’s Bank of China* e National Bureau of Statistics of China. Elaboração própria.

3.4.3. “*New normal*”: a nova estratégia de crescimento

Segundo a publicação da *National Development and Reform Commission* (NDRC), o Décimo Terceiro Plano Quinquenal (2016-2020) lançou luz para uma nova orientação da economia chinesa, com a mudança nos motores de crescimento, que passaram a focar na inovação, sustentabilidade, progresso tecnológico e inclusão social.⁴⁵ No documento também consta o compromisso com uma maior abertura da economia, buscando coordenar a demanda interna e externa, bem como atuar para atrair mais investimentos estrangeiros. Adicionalmente, é apresentado o plano de ação *Made in China 2025*, cuja ênfase é coordenar as capacidades inovadora e produtiva, a fim de promover novas vantagens competitivas na indústria. Conforme a publicação:

“We will remain dedicated to the strategy of finishing building a moderately prosperous society in all respects, deepening all areas of reform, fully advancing the law-based governance of China, and strengthening every element of Party self-governance; continue to give top priority to development; and embrace and put into effect the philosophy of innovative, coordinated, green, open, and shared development.” (NDRC, 2016, p. 13).

Autores como Medeiros e Gouveia (2024) preconizam que, após 2008, a China passou por mudanças estruturais e institucionais que resultaram na interrupção da trajetória de crescimento observada nos anos anteriores. De fato, a queda no crescimento da economia chinesa e a ampliação de instrumentos financeiros fomentaram a formação de bolhas especulativas e pressionaram o endividamento dos agentes econômicos (como famílias, empresas e governos subnacionais). Alguns episódios como a forte fuga de capitais no período 2015/2016 (decorrente da política de câmbio flutuante de curta duração), o *boom* imobiliário em 2020 e o prosseguimento das restrições impostas pela pandemia em 2021 contribuíram para a reorientação da dinâmica de crescimento econômico da China. Denominada de “*new normal*”, esta nova postura buscou alcançar um crescimento mais sustentável, tanto sob uma perspectiva macroeconômica quanto social e ambiental. Para atingir estes objetivos, o governo adotou uma estratégia para ampliar as fontes domésticas de crescimento econômico, incentivando, assim, o consumo da população, com aumento dos salários reais e das transferências de renda.

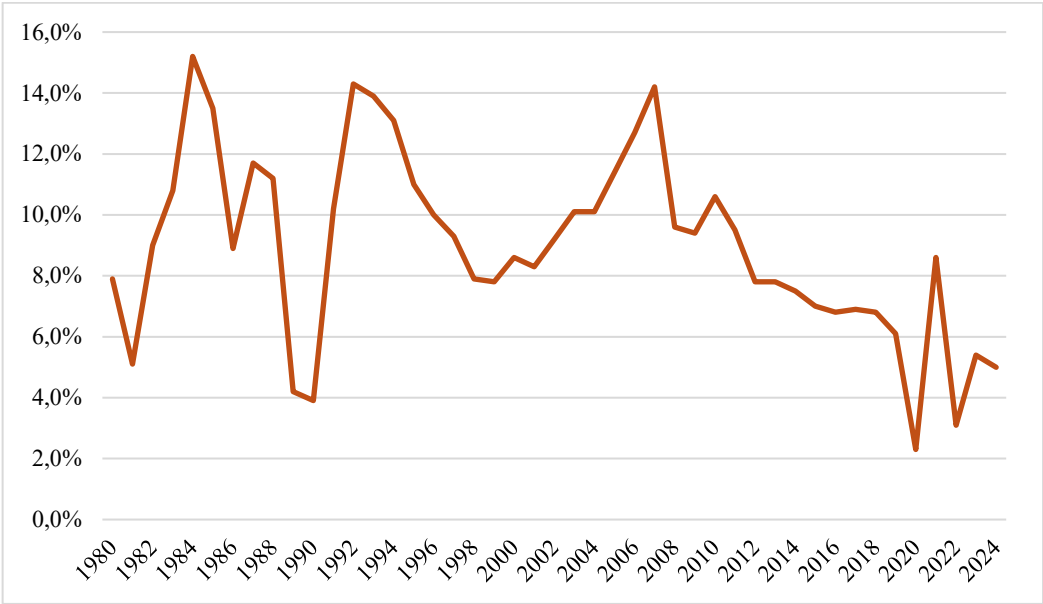
⁴⁵ Outro ponto que deve ser trazido à luz é a criação, em 2016, do *Asian Investment Infrastructure Bank* (AIIB), uma instituição financeira multilateral. Inicialmente, o banco tinha a participação de 57 países e, até o final de 2020, já contava com 103 membros, representando o equivalente a 65% do PIB global. Apesar do foco ser o desenvolvimento da Ásia, o banco possui membros de todo o mundo seu foco está na sustentabilidade e na melhoria da infraestrutura (AIIB, 2024). Adicionalmente, conforme Gao (2023), foi criado o *New Development Bank* (NDB) em conjunto com os líderes dos países que compõem o BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). Seu objetivo é fortalecer a cooperação financeira entre os países membros e fornecer liquidez entre eles através de um acordo de reserva contingente (*Contingent Reserve Arrangement*, cuja sigla em inglês é CRA).

Na mesma linha, Cubero e Mendonça (2024) mostram que o *new normal* surgiu da necessidade de uma nova orientação econômica, baseada na sustentabilidade, inovação e em um crescimento mais benéfico para a população. Este posicionamento contrasta com o modelo do período anterior, baseado na velocidade de crescimento. Sendo assim, as políticas de crédito passam a priorizar setores que possuem o compromisso com a inovação tecnológica, sustentabilidade e eficiência econômica, em detrimento daqueles considerados poluentes e ineficientes.

Para ilustrar os argumentos apresentados, o gráfico 10 mostra a evolução da taxa de crescimento do PIB da China nas últimas décadas. Os dados apontam para um crescimento relativamente estável, com alguns picos nos anos 1984, 1993 e 2007. Cumpre mencionar que em 2010 a China ultrapassou o Japão e se tornou a segunda maior economia mundial, atrás dos Estados Unidos. O forte aparato regulatório adotado no setor imobiliário em 2020 provocou uma desaceleração do PIB, no entanto, a despeito das restrições impostas pela pandemia, a economia chinesa se recuperou em 2021, devido à postura do Estado em fornecer liquidez e incentivar o aumento da demanda doméstica. Outra queda foi observada em 2022, seguida por uma elevação em 2023. Segundo os dados mais recentes, houve uma queda de 0,4% no resultado de 2024.

A projeção do FMI (2025) aponta que o PIB chinês será 4,0% em 2025, o que representaria uma queda de 1,0% em relação ao valor observado em 2024. Dentre as principais razões, estão a redução da demanda doméstica em virtude do excesso de oferta no mercado imobiliário e as tensões geradas pelo “tarifaço” adotado pelos Estados Unidos. Desde a volta de Donald Trump para a presidência, foram impostas elevadas tarifas de importação com a justificativa de que seria necessário reduzir o déficit comercial e proteger a indústria norte-americana. O primeiro setor afetado foi o siderúrgico, após a adoção de tarifas de 25% para as importações de aço e alumínio. Especificamente sobre a China, os valores chegaram a alcançar o patamar de 34%, o que levou o gigante asiático a responder e impor tarifas no mesmo montante contra os Estados Unidos que, como retaliação, elevaram em mais 50%. Como resposta, a China subiu a taxação para 84%, engendrando uma retaliação que alcançou 145% sobre os seus produtos. Após alguns meses de guerra tarifária, foi fechado um acordo para reduzir as tarifas por noventa dias, com início em maio. Portanto, as incertezas no âmbito da política comercial e as tarifas que permaneceram em vigor são fatores cruciais para um possível crescimento mais baixo da economia chinesa em 2025.

GRÁFICO 10: Taxa de crescimento percentual anual do PIB da China (1980-2024)



Nota: PIB a preços de mercado com base em moeda local constante. Os agregados são baseados em preços constantes de 2015, expressos em dólares americanos.
 Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

Por fim, o Décimo Quarto Plano Quinquenal (2021-2025) dá continuidade às conquistas do plano anterior, buscando avançar no desenvolvimento verde e de alta qualidade. Dentre os objetivos, estão alcançar um crescimento impulsionado pela inovação, redução da emissão de dióxido de carbono, inclusão social mais profunda e a busca por melhores condições de vida para a população. Com efeito, o documento aponta a pretensão da China de se tornar, no longo prazo, um país moderadamente desenvolvido e líder em inovação. Vale mencionar a introdução de um novo paradigma de desenvolvimento, o chamado “*dual circulation*”, cujo objetivo é expandir ainda mais a demanda interna, através de políticas industriais, inovação indígena e aumento do consumo doméstico. A estratégia também prevê o aumento da concorrência de mercado e incentivos para melhorar a eficiência das empresas estatais (*Asian Development Bank*, 2021).

3.5. A EVOLUÇÃO DA REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO CHINÊS

Com a expansão dos mercados financeiros, a China adotou um modelo regulatório baseado em setores, isto é, agências reguladoras específicas para bancos, valores mobiliários e seguros. Sun (2020) divide a regulamentação bancária na China em três fases. A primeira compreende o período entre 1978 e 1992, cujo foco foi a regulação administrativa e do crédito.

Em 1979, foi criada a *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE), responsável pela supervisão do mercado cambial e pela liquidação e venda de divisas estrangeiras. Além disso, foi nessa etapa que o PBC se consolidou como banco central. Entre 1992 e 2006 ocorreu a segunda fase, com o estabelecimento da *China Securities Regulatory Commission* (CSRC), *China Insurance Regulatory Commission* (CIRC) e *China Banking Regulatory Commission* (CBRC). Inicialmente, a gestão de risco se concentrou no índice ativo-passivo e na relação empréstimo-depósito. A partir de 2000, houve a mudança para a gestão de três riscos, isto é, de crédito, de mercado e operacional. Já a terceira fase teve início após a crise de 2008 e, com a implementação do acordo de Basilea III, a CBRC criou uma estrutura com novas ferramentas regulatórias, como capital dinâmico, provisão dinâmica, taxa de alavancagem e liquidez.

Em linhas gerais, no final de 1992, a *State Council Securities Commission* e a CSRC se tornaram responsáveis pela regulamentação de valores mobiliários, responsabilidade que anteriormente pertencia ao PBC. Contudo, em 1998, esses dois reguladores foram fundidos, restando apenas a CSRC. Também naquele ano, foi criada a CIRC, com a função de regular o mercado de seguros. Anos depois, em 2003, surgiu a CBRC⁴⁶, responsável pela regulamentação bancária direta, antes realizada pelo PBC. Em síntese, a regulação financeira da China foi segmentada por setores – bancos, valores mobiliários e seguros – e, nesse novo arranjo, o PBC atuava como banco central, trabalhando em conjunto com as três comissões regulatórias especializadas nesses setores (Huang, 2010).

Com a chegada da grande crise financeira de 2008, foi preciso reavaliar a estrutura regulatória e, com isso, o governo chinês introduziu uma política macroprudencial com o objetivo de reconhecer e prevenir possíveis riscos ao sistema financeiro doméstico. Para tanto, em 2011, o PBC estabeleceu um mecanismo para ajustar as reservas diferenciais e a gestão de empréstimos. Em 2016, este mecanismo foi atualizado para *Macro-Prudential Assessment* (MPA), cuja função é avaliar alguns aspectos como capital, alavancagem, liquidez e qualidade dos ativos tanto do setor bancário quanto das instituições financeiras. Desde então, a MPA tem sido cada vez mais aprimorada, expandindo sua cobertura para mais atividades e instituições financeiras (Sun, 2020).

Ainda no tocante ao arcabouço regulatório, no final de 2017, foi criado o *Financial Stability and Development Committee* (FSDC), que passou a ser responsável pela supervisão da política monetária e regulamentação financeira. Além disso, o PBC expandiu sua atuação na gestão de riscos. Já em 2018, houve uma nova mudança no arcabouço regulatório chinês, com

⁴⁶ Em resposta à crise financeira asiática, foi criada a *Central Financial Work Commission* (CFWC), com o objetivo de intensificar o controle sobre o setor financeiro chinês. Em 2003, a CFWC foi substituída pela CBRC.

a fusão das comissões CIRC e CBRC, surgindo a *China Banking and Insurance Regulatory Commission* (CBIRC). Além disso, o PBC contou com mais responsabilidades na regulamentação e supervisão prudencial (Tobin e Volz, 2018).

Em março de 2023, foi anunciado pelo PCCh a reorganização dos órgãos governamentais com o objetivo de fornecer ao partido o controle direto e supervisão do sistema financeiro chinês, reduzindo as funções do PBC. Nesse sentido, a criação da *Central Financial Commission* (CFC) visa substituir o FSDC e atuar no desenvolvimento e supervisão do setor financeiro doméstico. Cumpre mencionar que esta reorganização ocorreu no âmbito do início do terceiro mandato de Xi Jinping como presidente da China, se tornando o líder mais poderoso desde Mao Tsé-tung. Como desdobramento, a supervisão de *holdings* financeiras passará do PBC para a *National Financial Regulatory Administration* (NFRA), que substituirá a CBIRC (Chen e Tang, 2023). Vê-se, portanto, que o intuito é transferir algumas atribuições do PBC para um regulador financeiro supervisionado pelo PCCh, aumentando a influência do governo sobre a economia chinesa.

Por fim, as recentes medidas adotadas pela China foram a flexibilização de algumas regulamentações relativas à participação de não residentes em operações de crédito e atuação no mercado de capitais, maiores incentivos à entrada de IED e a eliminação da exigência de aprovação para a concessão de financiamentos transfronteiriços (tanto na moeda local quanto em estrangeira) pelos bancos domésticos (AREAER, 2023).

Em meados da década de 1990, a China iniciou a liberalização das taxas de juros nos mercados monetário e de títulos, permitindo cada vez a influência do mercado. O passo seguinte foi a liberalização das taxas de renda fixa e de referência (empréstimos bancários e depósitos). Historicamente, as taxas de juros estão sob o domínio do Estado chinês, mas o PBC foi gradativamente suspendendo os controles ou restrições e, em 2015, foi introduzido o seguro de depósitos, momento que marcou o último estágio da liberalização das taxas de juros ao reduzir os riscos de corridas e falências bancárias. Assim, o processo de liberalização gradual foi concluído e as restrições foram suspensas. Como resultado, as taxas de referência permaneceram como âncora para a precificação daquelas cobradas pelos bancos para empréstimos e depósitos, enquanto as taxas de juros dos mercados monetário e de títulos são determinadas pelo mercado. Na tentativa de amenizar volatilidades excessivas, o PBC introduziu um sistema implícito de corredores de taxas de juros, considerado um instrumento de política monetária amplamente utilizado por bancos centrais de economias avançadas. Nesse sentido, o *Standing Lending Facility* se tornou a referência para o limite superior, enquanto a taxa de juros sobre reservas excedentes foi aprovada como limite inferior. O termo implícito se

refere ao fato de o PBC não ter oficialmente reconhecido a adoção desse corredor (Ma e He, 2020).

No âmbito do *new normal*, o Décimo Terceiro Plano Quinquenal apresentou medidas regulatórias mais rigorosas para reduzir os riscos financeiros gerados pelo alto endividamento das empresas e pelas ondas especulativas engendradas pelo sistema bancário paralelo. Em 2020, o governo adotou diretrizes regulatórias financeiras sobre o setor imobiliário, denominadas de “*three red lines*”, instituindo, assim, um limite para os índices dívida/patrimônio líquido, dívida/ativo e dívida/caixa. Este movimento provocou uma redução na taxa de crescimento econômico, visto que o setor imobiliário possui uma significativa participação na composição do PIB (Medeiros e Gouveia, 2024). Já Gao (2023) mostra que, a partir de 2021, o princípio regulatório da China se tornou menos tolerante ao aumento das grandes empresas privadas do ramo de tecnologia negociadas no mercado de ações. Consequentemente, esta regulamentação mais rígida engendrou a perda do valor das ações destas empresas.

Portanto, a forte regulação da taxa de juros inibe a atuação do mercado secundário, que praticamente não existe na China. Por exemplo, para os mesmos vencimentos, as taxas de juros para a emissão de títulos públicos são mais altas do que aquelas utilizadas nos empréstimos bancários. Essas últimas são controladas para garantir baixos custos de capital e, por esta razão, bancos e investidores preferem manter os títulos em suas carteiras, dificultando a efetivação de transações de compra e venda no mercado secundário. Assim, o mercado de títulos na China tem como função financiar o governo e as empresas estatais.

Em conclusão, apesar da maior conexão da China com os mercados financeiros internacionais, o governo exige licenças, requisitos de capital e aplica rigorosas auditorias nas instituições financeiras que desejam atuar no sistema financeiro chinês. Também mantém controles sobre sua conta de capital para os choques causados pelas flutuações dos capitais especulativos e, assim, garantir seu *policy space* e não sucumbir às mazelas da liberalização financeira. A seguir, a tabela 6 sintetiza os principais movimentos no modelo regulatório chinês nos últimos anos.

TABELA 6: Evolução do modelo regulatório do sistema financeiro chinês

Ano	Órgão	Função
1979	<i>State Administration of Foreign Exchange (SAFE)</i>	Responsável pela supervisão do mercado cambial e pela liquidação e venda de divisas estrangeiras
1983	Consolidação do PBC como banco central chinês	Ampliação da liquidez, estabilidade do sistema financeiro doméstico, supervisão da política monetária, entre outras
1992	Criação da <i>China Securities Regulatory Commission (CSRC)</i>	Regulamentação de valores mobiliários
1998	Criação da <i>China Insurance Regulatory Commission (CIRC)</i>	Regulação do mercado de seguros
2016	Criação do <i>Macro-Prudential Assessment (MPA)</i>	Avaliação de aspectos como capital, alavancagem, liquidez e qualidade dos ativos tanto do setor bancário quanto das instituições financeiras
2003	Criação da <i>China Banking Regulatory Commission (CBRC)</i>	Regulamentação bancária
2017	Criação do <i>Financial Stability and Development Committee (FSDC)</i>	Supervisão da política monetária e regulamentação financeira
2018	Fusão das comissões CIRC e CBRC, surgindo a <i>China Banking and Insurance Regulatory Commission (CBIRC)</i>	Supervisão de instituições bancárias e de seguros
2023	Substituição da CBIRC pela <i>National Financial Regulatory Administration (NFRA)</i>	Supervisão de <i>holdings</i> financeiras
2023	Substituição da FSDC pela <i>Central Financial Commission (CFC)</i>	Supervisão do setor financeiro doméstico

Fonte: Elaboração própria.

3.6. INTEGRAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL DA CHINA E OS IMPACTOS DAS ASSIMETRIAS FINANCEIRA, MACROECONÔMICA E PRODUTIVA

3.6.1. Assimetria financeira: inserção na globalização financeira e fluxos de capitais

Como antecipado, a China iniciou seu processo de abertura de forma gradual no final dos anos 1970 e, ao longo dos anos, foi permitindo a entrada de investimentos estrangeiros ao reduzir controles de capital, mas sem eliminá-los de forma total. Houve uma transformação do sistema financeiro chinês, quando os bancos estatais passaram a adotar práticas comerciais, o controle sobre a taxa de juros foi reduzido e surgiu o financiamento baseado no mercado.

Adicionalmente, a estratégia de abertura gradual permitiu a entrada de investimentos externos nas cadeias produtivas consideradas mais dinâmicas. Vale notar que esse movimento ocorreu paralelamente ao avanço da globalização financeira que, no caso da China, favoreceu a acumulação de capital e o desenvolvimento da economia doméstica.⁴⁷ Isto porque a presença do Estado permaneceu firme na supervisão das principais variáveis macroeconômicas, bem como sobre o sistema financeiro chinês. Vê-se, portanto, que o planejamento estratégico foi o cerne do sucesso da abertura da economia chinesa.

Como se sabe, as reformas e a abertura foram cruciais para o desenvolvimento da economia chinesa, permitindo a integração no processo de globalização. Nas palavras de Sun (2024, p.3): “*Since 1979, China has opened its doors to the world, recognising and encouraging foreign investment in domestic economic construction.*”. Em paralelo, a primeira fase das reformas também contou com a formação das ZEE, cujo objetivo era atrair investimentos externos para a China e, assim, iniciar o processo de abertura da economia. As ZEE se encontravam estrategicamente situadas nas zonas costeiras, próximas a Hong Kong e Taiwan, e o governo optou por priorizar o desenvolvimento dos ramos industriais nessas regiões, com o intuito de facilitar a integração da economia doméstica com o comércio internacional. Com efeito, as ZEE faziam parte da política de comércio exterior adotada na China, cujo objetivo era proteger o mercado interno e impulsionar as exportações. Consequentemente, o lado costeiro atraiu grande parte do volume de IED, enquanto as regiões central e ocidental receberam uma pífia parcela (Monteiro Neto, 2005).

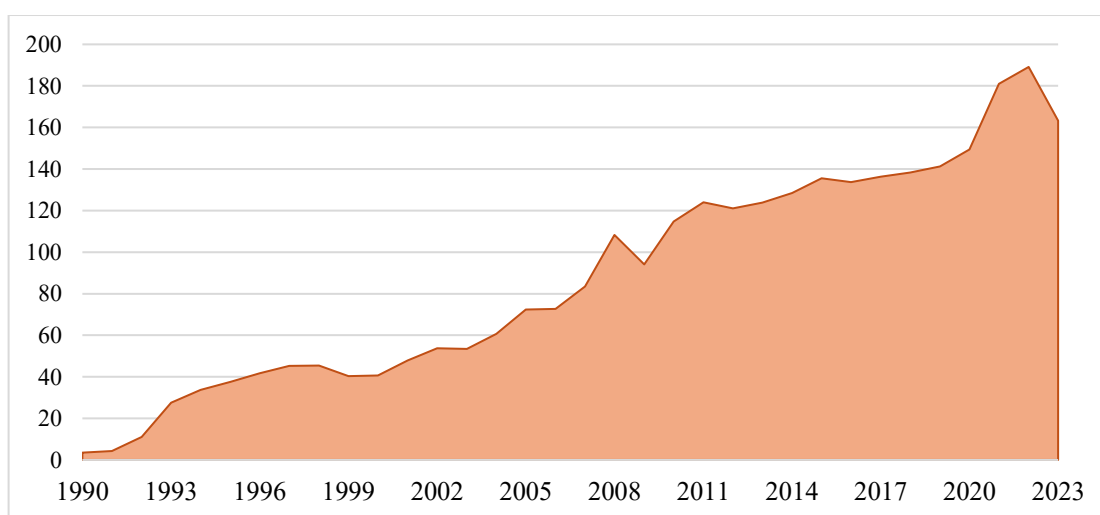
No início das reformas, em 1979, os fluxos de IED vinham em sua maioria de Hong Kong e Taiwan, devido à proximidade geográfica e cultural com a China. Com o passar dos anos, os investidores estrangeiros se tornaram cada vez mais confiantes em investir no território chinês e, por consequência, a fonte de ingressos de IED se diversificou e passou a ter como origem outros países como Estados Unidos, Japão e parte da Europa (Miao e Deng, 2020). Nesse sentido, o gráfico 11 mostra a evolução da entrada (*inward*) de fluxos de IED na China. É notório que esses fluxos se intensificaram a partir de 1990, especialmente devido ao avanço da globalização produtiva e financeira e ao maior movimento de capitais entre os países. Houve uma ligeira queda no final dos anos 1990 decorrente dos efeitos da crise asiática e,

⁴⁷ Vadell *et al.* (2019) contribuem para o debate ao apresentarem o conceito de “globalização institucionalizada pela China” em oposição à chamada globalização neoliberal. Enquanto a última engloba fatores como privatizações, liberalização financeira e desregulamentação dos mercados nacionais, a globalização institucionalizada pela China se apresenta como um projeto de capitalismo global paralelo, ancorado em iniciativas multilaterais e cooperação internacional.

posteriormente, a tendência de crescimento de IED foi retomada, beneficiada por fatores como o maior dinamismo das exportações e a entrada na Organização Mundial do Comércio (OMC). Os dados refletem também outro momento de queda nos fluxos de IED, resultado da crise financeira de 2008, mas que foi rapidamente revertido para uma nova ascensão, o que mostra que as medidas anticíclicas adotadas pelo governo foram profícuas para evitar uma saída em massa desses investimentos. Outra queda é observada após 2015 devido à fuga de capitais, que resultou na forte depreciação do RMB.

Surpreendentemente, os dados apontam um expressivo aumento dos fluxos de IED na China no contexto adverso provocado pela pandemia. Autores como Hanemann *et al.* (2022) sugerem que os números oficiais estariam inflados por investimentos de curto prazo que, na verdade, foram registrados como IED, ao invés de investimentos de portfólio ou outros investimentos. Desta forma, as estatísticas oficiais apontam para uma posição chinesa de maior receptora de IED em 2020. Vale lembrar que a China adotou rígidos controles de capital sobre os tipos mais voláteis, como investimentos de portfólio e de curto prazo, priorizando a entrada de IED para estimular as exportações, a capacidade produtiva e, conseqüentemente, a economia nacional.⁴⁸

GRÁFICO 11: Fluxos de Investimento Estrangeiro Direto (em US\$ bilhões – preços correntes) para a China (1990-2023)



Fonte: UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*). Elaboração própria.

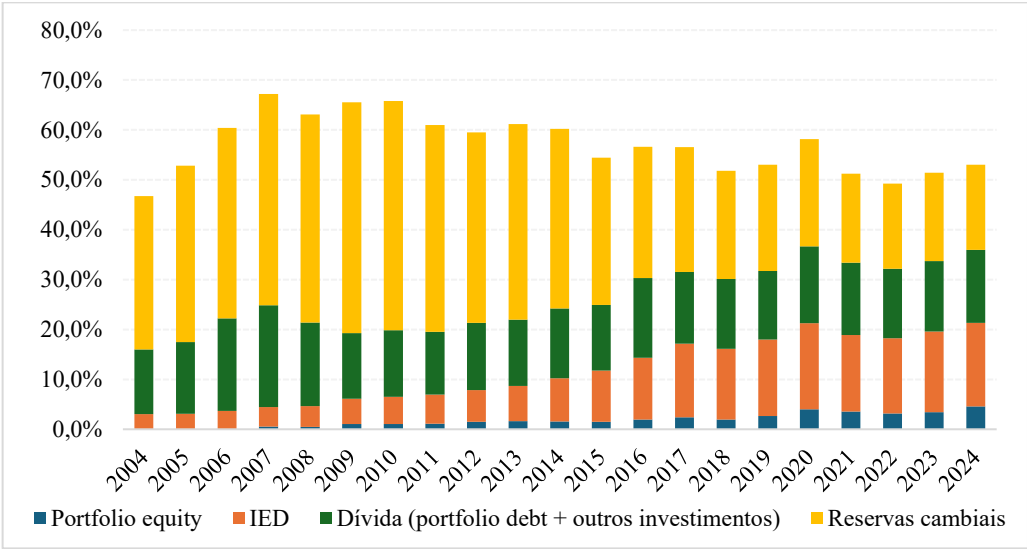
⁴⁸ Marques e Schutte (2024) contribuem para o debate ao denominar os diferentes ciclos de IED na China. A fase que compreende o período entre 1979 e 1992 é chamada pelos autores de “o convite” aos investidores, enquanto o período entre 1992 e 2001 é denominado de “o ajuste”, uma vez que PCCh adotou alguns ajustes em sua política de desenvolvimento de IED. Entre 2001 e 2017, ocorreu “o pulo do gato”, caracterizado pela busca por novos níveis de desenvolvimento tecnológico e produtivo na China. Por fim, de 2017 até o presente ocorreu o “a ascensão”, marcada pelo foco no desenvolvimento regional e fortalecimento da economia chinesa.

A edição do AREAER de 2023 aponta que, oficialmente, a China adota uma taxa de câmbio flutuante administrada, cujos objetivos são manter a estabilidade do RMB e preservar o equilíbrio da economia e do mercado financeiro domésticos. Outra contribuição a ser apresentada é o índice *de jure* desenvolvido por Chinn e Ito (2008), denominado de KAOPEN, que mede o grau de abertura da conta capital de acordo com as informações do relatório AREAER, publicado pelo FMI. A base de dados é atualizada periodicamente, sendo a mais recente referente ao mês de novembro de 2023. A pontuação 2,30 mostra que o país é mais aberto financeiramente, enquanto -1,93 representa aqueles menos abertos financeiramente. Entre 1987 e 1992, a China apresentou o valor -1,93. Já entre 1993 e 2021, o país obteve a pontuação -1,24. Esta medida revela que, neste período, a China flexibilizou os controles de sua conta capital, ainda que esteja longe da média dos países industrializados, que é 1,36 (Ito e Chinn, 2023).

Dois pontos precisam ser ressaltados. O primeiro é que o AREAER captura somente grandes mudanças no aparato regulatório e o segundo é que o índice KAOPEN utiliza a ótica *de jure*, e não *de facto*. Ou seja, é notório que a China foi abrindo sua conta capital gradativamente ao longo dos anos, flexibilizando diversas restrições. No entanto, os índices *de jure* não são capazes de mensurar de forma precisa a efetividade das políticas de controle. É nesse sentido que a métrica *de facto* é capaz de entender o grau de integração financeira de um país, medido através dos ativos e passivos externos em relação ao PIB, baseados na Posição Internacional de Investimentos (PII). Os dados fornecidos pela SAFE apontam que, nos últimos anos, o ativo externo da China foi maior do que o passivo externo, resultando em uma PII positiva, cujo valor de 2025 foi US\$ 33 bilhões. Em outras palavras, a China é um importante país credor, com destaque para seu nível de reservas cambiais e superávit na conta corrente.

Como forma de sustentar esta argumentação, o gráfico 12 mostra a composição dos ativos externos da China em relação ao PIB. Apesar da redução no montante de reservas cambiais ao longo do tempo, este ainda é o principal componente, com destaque para o início da década de 2000, momento que apresenta os maiores valores. De acordo com a análise feita por Noiye *et al.* (2021), as autoridades chinesas buscaram diversificar seus ativos externos, resultando numa queda nas reservas cambiais a partir de 2014. Dentre as razões, pode-se destacar os projetos de investimentos em áreas específicas (como as iniciativas *Going Global* e *Belt and Road Initiative*, que serão citadas posteriormente neste capítulo), o aumento da rentabilidade dos ativos chineses fora do país e a reversão na receita líquida de investimentos. Em contrapartida, a participação de IED aumentou, em decorrência dos fatores já explicitados.

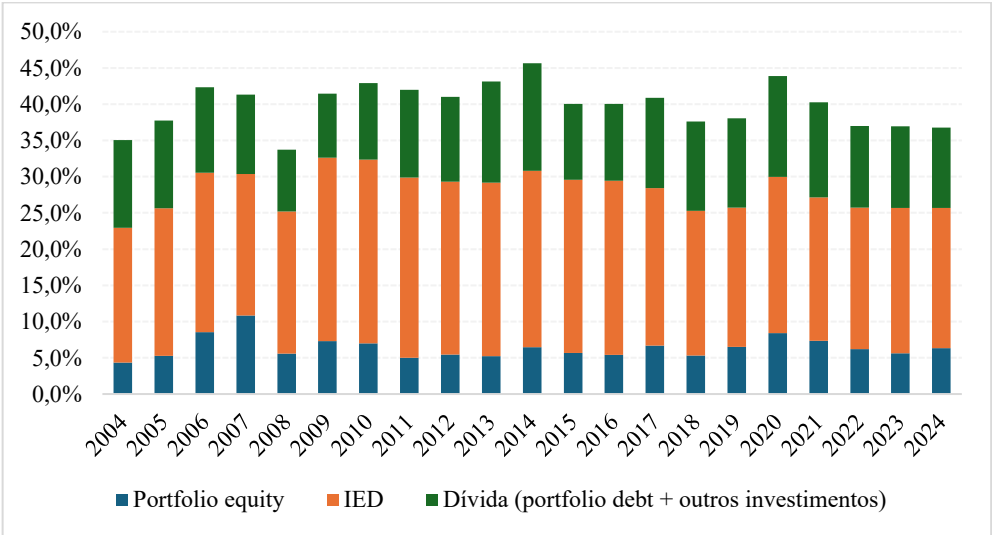
GRÁFICO 12: Ativos externos em porcentagem do PIB da China (2004-2024)



Fonte: SAFE. Elaboração própria.

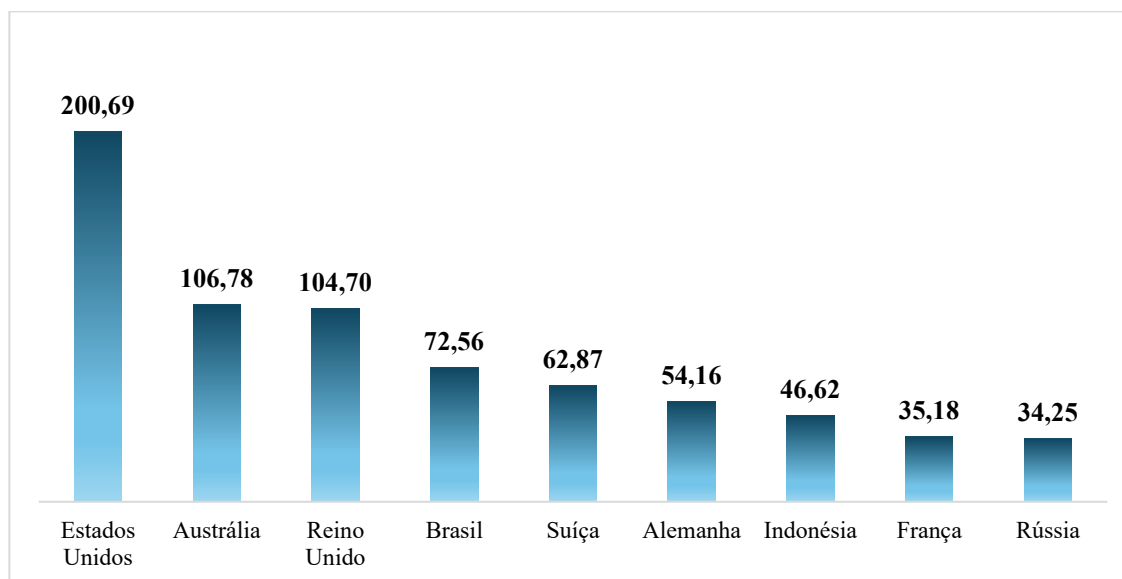
O gráfico 13 apresenta a composição dos passivos externos da China em relação ao PIB, cujo principal componente é o IED. Vale ressaltar que as reservas cambiais compõem apenas os ativos externos. Com efeito, os dados fornecidos pelo *China Global Investment Tracker* mostram os principais receptores de IED na China. No período entre 2005 e 2024, o total de IED que saiu da China para outros países foi US\$ 1,5 trilhões, sendo os Estados Unidos o principal destino. O gráfico 14 ilustra estas informações.

GRÁFICO 13: Passivos externos em porcentagem do PIB da China (2004-2024)



Fonte: SAFE. Elaboração própria.

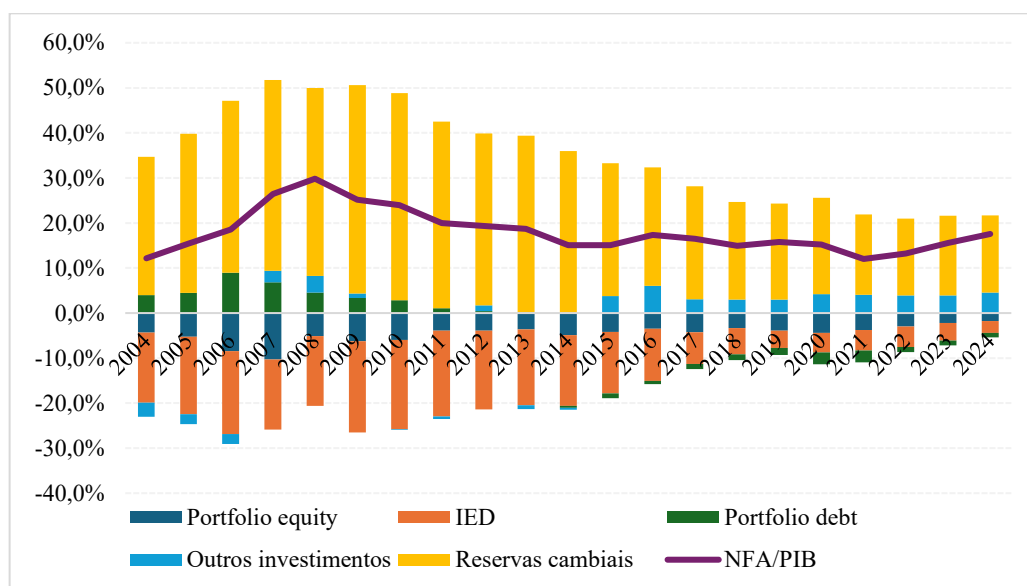
GRÁFICO 14: Investimento Estrangeiro Direto (*outward*) acumulado da China (em US\$ bilhões) para os principais países (2005-2024)



Fonte: *China Global Investment Tracker*. Elaboração própria.

Avançando nessa análise, o gráfico 15 mostra os ativos financeiros líquidos (*net financial assets*) da China, isto é, a diferença entre os estoques de ativos e passivos externos, uma medida que permite compreender a forma de integração financeira de um país. Note-se que os ativos externos são superiores aos passivos externos, com destaque para o nível de reservas cambiais, uma vez que existem apenas como ativos externos. O saldo negativo de IED é devido ao aumento desse tipo de investimento das empresas chinesas para o exterior. Outros tipos mais voláteis de capital, investimentos de portfólio e de curto prazo, foram desestimulados e mais controlados pelo governo. Há de se considerar também os controles sobre a entrada de capitais (portfólio), o que contribui para diminuir o volume de obrigações externas. Portanto, o maior volume de ativos externos se reflete na NFA/PIB positiva durante todo o período analisado e garante uma vulnerabilidade externa menor na China do que em outros países do Sul Global, cujo cenário é o oposto (isto é, possuem uma magnitude maior dos passivos externos vis-à-vis ativos externos, conforme Paula *et al.*, 2024).

GRÁFICO 15: *Net financial assets* em porcentagem do PIB da China (2004-2024)



Fonte: SAFE. Elaboração própria.

Em síntese, a China se inseriu de forma gradual na globalização financeira, permitindo paulatinamente a entrada de investimentos estrangeiros, mas sempre sob a forte supervisão do Estado. Como visto, as reformas econômicas foram o cerne da integração da economia chinesa ao mercado global e a entrada de IED foi fundamental para estimular a concorrência, ampliar a capacidade produtiva e impulsionar as exportações. Vê-se, portanto, que a China é pouco afetada pela assimetria financeira, pois sua integração financeira internacional ocorreu de forma controlada, com baixo impacto sobre a redução de seu *policy space*. Além de ser um importante receptor de IED, que é um tipo de capital menos volátil, seus ativos externos são maiores que os passivos, o que permite acumular um volume significativo de reservas cambiais, decorrentes de superávits na conta corrente.

Outro ponto que deve ser trazido à luz quando se analisa a integração internacional da China, é a estratégia *Going Global*, implementada no âmbito do Décimo Plano Quinquenal (2001-2005) e cujo objetivo consistia em impulsionar a internacionalização de empresas chinesas, para que pudessem atuar no exterior. Dito de outra forma, buscou-se integrar estas empresas com o mercado internacional e, assim, aumentar a competitividade, além de expandir a influência chinesa sobre outras regiões. Segundo Cintra e Pinto (2017), este programa visava aumentar o investimento direto chinês no exterior, amenizar os controles de capital e integrar a internacionalização das empresas chinesas com outras políticas externas. Para Freitas e Borghi (2024), do ponto de vista econômico, a *Going Global* buscou estreitar as relações com os países

produtores de *commodities*, enquanto do ponto de vista político, o objetivo foi fortalecer as relações diplomáticas da China com as demais nações.

Já no mandato de Xi Jinping, em 2013, outra importante estratégia foi lançada, a *Belt and Road Initiative* (BRI)⁴⁹, considerada a mais importante política externa da China. A BRI foi concebida como um projeto cujo intuito é fortalecer a conexão entre os países através do comércio, transporte e infraestrutura. Sendo assim, a BRI está dividida em dois eixos principais: o terrestre (*Silk Road Economic Belt*), que conecta a China à Europa e o marítimo (*Maritime Silk Road*), que engloba as rotas marítimas que conectam a China ao Sudeste Asiático, sul da Ásia e África Oriental (Vadell *et al.*, 2019; Suqing, 2024).

No âmbito da BRI, a China busca fortalecer as relações com países membros da ASEAN que, por sua vez, se empenham para conquistar uma certa independência em relação à China. Não obstante, os chineses defendem os possíveis benefícios da BRI, enquanto um modelo de cooperação econômica e que proporciona benefícios mútuos entre as nações participantes. Desde 2013, a China avança na assinatura de acordos de livre comércio, como os notáveis Zona de Livre Comércio China-Camboja, a *Regional Comprehensive Economic Partnership* (RCEP) e o Acordo de Livre Comércio China-Nova Zelândia, se destacando como um país atuante na formação de organizações econômicas globais (Freitas e Borghi, 2024; Suqing, 2024).

Em linhas gerais, a BRI é uma estratégia geopolítica chinesa para ampliar sua influência, tanto no nível terrestre quanto no marítimo. Apesar de buscar uma ampla cooperação entre os países, o cerne da BRI está nos acordos bilaterais firmados entre a China e as demais nações envolvidas. Assim, após se consolidar como um importante receptor de IED, a China agora também assume um papel de grande investidor externo, atuando em diversos países. Além disso, consegue alinhar sua agenda doméstica com a política externa, se beneficiando ao máximo dos acordos firmados e, de fato, a forte atuação do Estado está intimamente relacionada com esse êxito.

De acordo com os dados do *China Global Investment Tracker*, no âmbito do BRI, entre 2013 e 2024, o acumulado total de capital chinês no mundo foi US\$ 431 bilhões, com destaque para investimentos na Indonésia, Rússia, Paquistão, Congo, Peru e Chile. Desta forma, a China vem intensificando seus investimentos nos países do Sul Global, como estratégia para expandir seu domínio e a utilização de sua moeda. Os principais setores são energia (35,7%), metais (21,6%) e transporte (13,5%).⁵⁰

⁴⁹ Também conhecida como Nova Rota da Seda.

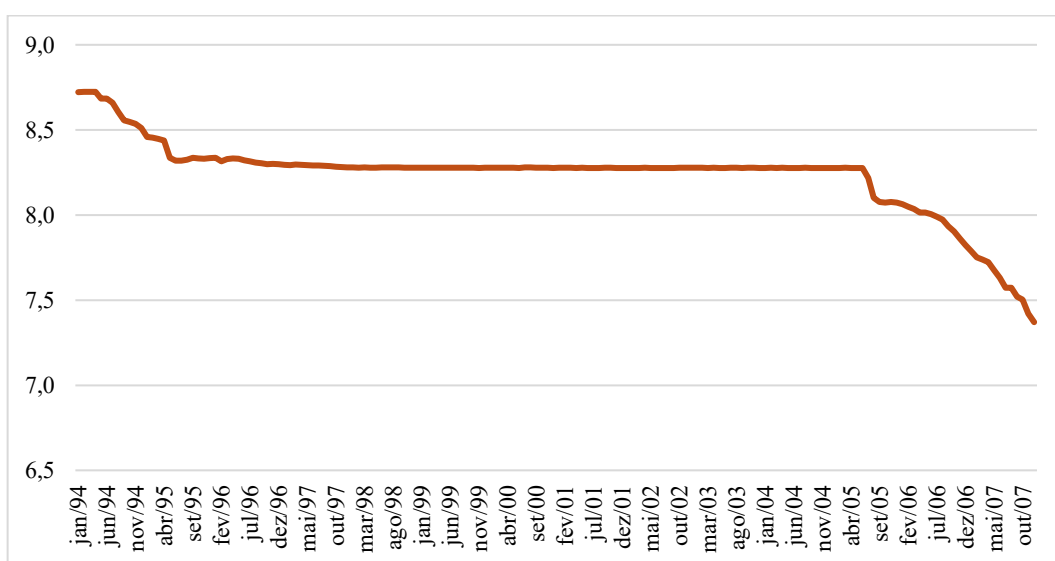
⁵⁰ Para mais detalhes, acessar <https://www.aei.org/china-global-investment-tracker/>.

3.6.2. Assimetria macroeconômica: regime cambial e controle de capitais

No tocante ao regime cambial da China, em 1984, estabeleceu-se um mercado dual, composto pelo câmbio oficial (que era administrado por uma taxa flutuante) e pelo câmbio determinado no mercado de *swaps* (cujo acesso se limitava às empresas presentes nas ZEE). Naquele momento, a moeda chinesa foi fortemente desvalorizada. A partir de 1994, a taxa de câmbio foi unificada e o sistema dual foi abandonado, definindo o regime de câmbio flutuante administrado, no qual existia uma paridade fixa ao dólar. Com isso, o governo buscou manter o preço da moeda chinesa em relação ao dólar num patamar que pudesse estimular as exportações, como também aprofundar a abertura da economia doméstica ao exterior (Medeiros, 1999; Leão, 2010).

Por consequência, houve uma desvalorização do RMB de 33%, fixando-o ao dólar americano em 8,7. Posteriormente, a moeda chinesa foi gradualmente se apreciando em relação ao dólar. Com isso, entre 1994 e 2005, o regime cambial foi fixo e o valor nominal do RMB em relação ao dólar se manteve estável, isto é, 8,3 RMB/US\$. A partir de julho de 2005, o PBC permitiu a valorização do RMB em 2,1% e a paridade fixa ao dólar foi substituída por um sistema cambial mais flexível, no qual o câmbio chinês flutuava dentro de uma banda (inicialmente de 0,3%), com valor determinado pela demanda e oferta de mercado, cuja referência estava numa cesta de moedas (Tobin e Volz, 2018). Isto posto, o gráfico 16 ilustra a trajetória da taxa de câmbio nominal da China.

GRÁFICO 16: Taxa nominal de câmbio da China
RMB/US\$ (jan/1994-dez/2007)



Fonte: Pacific Exchange Rate Service. Elaboração própria.

Autores como Saich (2004) e Naughton (2007) entendem que a unificação do regime cambial, em 1994, teve o intuito de facilitar a entrada da China na OMC, mas este processo ocorreu de forma lenta e foi apenas em dezembro de 2001 que a adesão se consolidou. Para tanto, o país precisou aceitar um amplo conjunto de compromissos regulatórios a fim de se adequar aos padrões internacionais. Como parte do acordo assinado com os Estados Unidos e a União Europeia, critérios prudenciais substituíram os nacionais. Com efeito, a entrada na OMC representou um importante passo na abertura da economia chinesa e sua integração financeira internacional. Não obstante, a China adotou um robusto aparato regulatório para proteger a economia doméstica dos efeitos da maior atuação de empresas multinacionais.

Observa-se que, para ingressar na OMC, o governo chinês permitiu a abertura do sistema financeiro doméstico ao capital externo e passou a integrar as cadeias de valor global, buscando aprofundar as reformas do setor financeiro com o intuito de protegê-lo da concorrência com os bancos estrangeiros. Desta forma, a adesão da China à OMC acelerou o processo de globalização no país, além de reduzir ainda mais as tarifas de exportação e importação. Além disso, o estreitamento das relações políticas entre a China e os Estados Unidos permitiu elevados volumes de investimento e comércio de empresas norte-americanas no mercado chinês, assim como a ampliação da aquisição de títulos da dívida norte-americana pela China. A formação dessa teia de relações entre os dois países contribuiu para uma melhor posição da China na dinâmica geoeconômica internacional e, como expressa Jabbour (2010), foi considerada “nação mais favorecida” comercialmente por Bill Clinton.

Em resumo, o regime cambial semiflexível foi possível devido às condições externas favoráveis (como o *boom* das *commodities*) e à política macroeconômica expansionista, permitindo a flutuação do câmbio chinês, ainda que de forma controlada. A chegada da crise financeira internacional em 2008 interrompeu a flutuação do RMB e o governo fixou o valor da moeda chinesa frente ao dólar para conter os efeitos adversos da crise e manter o RMB como âncora das moedas asiáticas. Em meados de 2010, a flutuação da moeda chinesa foi novamente permitida, adotando uma estratégia de ampliação das bandas de negociações diárias. Não obstante, em 2014, saídas líquidas de capital engendraram a depreciação do RMB, movimento que durou até o final de 2016 (Leão, 2010).

Um episódio importante ocorreu em agosto de 2015, quando o PBC anunciou um novo mecanismo de taxa de câmbio, conhecido como paridade central, cujo efeito foi a desvalorização do RMB de quase 2% em relação ao dólar. Para mitigar os efeitos negativos, as autoridades chinesas interviram no mercado cambial, intensificando os controles de capitais ainda existentes e adotando ferramentas macroprudenciais, como por exemplo, o requisito de

reserva para risco cambial. Não obstante, este episódio de fuga de capitais e o consequente reforço nas restrições geraram um certo ceticismo sobre o real compromisso da China com a liberalização financeira. Já em dezembro de 2015, o banco central chinês alterou a fórmula para o cálculo da taxa de câmbio, adotando uma cesta ponderada de moedas, o índice do Sistema de Câmbio Estrangeiro da China (*China Foreign Exchange Trade System*, cuja sigla em inglês é CFETS)⁵¹. O objetivo era deixar o valor do RMB refletir a relação com os principais parceiros comerciais da China (Miao e Deng, 2020; Gao, 2023).

Como se sabe, o controle de capitais é inerente à postura adotada pela China de proteger sua economia doméstica e manter seu *policy space*, em especial a autonomia de sua política monetária. O governo chinês utiliza uma ampla gama de instrumentos, como alterações nas taxas de juros, nas permissões para entrada de investidores estrangeiros e no mercado de câmbio para se adaptar às flutuações do mercado e minimizar os impactos na economia doméstica. Apesar da abertura gradual promovida a partir dos anos 1970 e do estímulo à entrada de capitais, o governo chinês não dispensa a minuciosa supervisão sobre o sistema financeiro e o câmbio. De fato, durante os anos de 1980 e 1990, o governo chinês estimulou a entrada de IED, mas controlando as saídas de capital privado como forma de manter o gerenciamento do Estado sobre o setor bancário doméstico.

Mesmo assim, o Estado chinês manteve o controle sobre os tipos mais voláteis de capitais externos e fortaleceu as exportações, visando o acúmulo de divisas cambiais. Esta postura se mostrou profícua na manutenção da estabilidade macroeconômica, mesmo diante da maior mobilidade de capitais oriundos dos mercados financeiros internacionais. De forma geral, durante momentos de saída de capitais ou pressão de desvalorização do RMB, o PBC adota medidas como aumento da taxa de reserva obrigatória para risco cambial, adoção de reservas obrigatórias sobre depósitos em RMB e adoção de regulamentações unificadas sobre moedas locais e estrangeiras (Brunnermeier *et al.*, 2022).

Cumprе ressaltar que existe uma diferença entre medidas macroprudenciais e controle de capitais. Nas primeiras, o cerne é a redução do risco financeiro sistêmico, visando manter a estabilidade financeira. Desta forma, a regulação macroprudencial segue normas permanentes. Por sua vez, o controle é um recurso utilizado de acordo com os objetivos de um país durante

⁵¹ Em abril de 1994, foi criado um mercado de câmbio interbancário sob o controle direto do PBC, conhecido como CFETS, com sede em Xangai. Dentre suas funções, pode-se destacar o monitoramento das transações no mercado cambial *onshore*, o fornecimento de serviços para a transmissão das ações de política monetária do PBC e estímulo às negociações nos mercados interbancário, de títulos e de câmbio (Prasad, 2016).

determinado período, como por exemplo, restringir transações entre residentes e não residentes, ou controlar a entrada e saída de capitais (Miao e Deng, 2020).

A CSRC, enquanto agência regulatória do mercado de ações chinês, utiliza um conjunto de ferramentas políticas como forma de proteção contra os impactos dos ciclos de liquidez. Desde 1994, houve diversos aumentos na taxa de imposto sobre transações em negociações com ações durante períodos de expansão, bem como reduções nesta taxa nos momentos de recessão dos mercados. A CSRC também controla a emissão de *Initial Public Offering* (IPO), promovendo um aumento das cotas no período de expansão e suspensão da emissão nos momentos de contração. Devido à fuga de capitais em 2015, a CSRC optou por proibir que grandes acionistas (que detinham 5% ou mais de suas empresas) vendessem suas ações com objetivo de amenizar a turbulência gerada no mercado de ações. A partir de 2017 a saída de capitais foi atenuada, tornando-se possível retomar com o processo de liberalização (Brunnermeier *et al.*, 2022).

Contribuindo para o debate, Jabbour e Paula (2020) utilizam a noção de “socialização do investimento” ao mostrar que o papel do Estado é fundamental na definição de variáveis econômicas capazes de estimular o gasto privado. Em outras palavras, o Estado é capaz de utilizar as políticas macroeconômicas para influenciar as decisões de investimento privado e propensão das famílias a consumir. No caso da China, existe a combinação de uma política econômica que favorece o investimento privado e um Estado atuante, tanto como credor quanto como investidor. Para fins de ilustração, durante a crise asiática, foram utilizados instrumentos de socialização do investimento para superar as pressões deflacionárias. Em 2002, foi criada a Comissão de Supervisão e Administração de Ativos Estatais (em inglês *State Assets Supervision and Administration Commission*, cuja sigla é SASAC), responsável por representar os interesses do governo chinês nas 149 principais empresas presentes no país. Ou seja, a SASAC possui um papel crucial na coordenação estatal sobre os investimentos privados e, juntamente com as exportações e o comportamento da taxa de câmbio, fornece um maior *policy space* para a China adotar políticas de socialização do investimento, mesmo sob um contexto de globalização. Por fim, durante a crise financeira de 2008, o Estado chinês se mostrou mais uma vez capaz de coordenar o sistema financeiro público e o setor privado.

Resumidamente, a despeito de algumas permissões dadas à entrada de investimentos estrangeiros, a China controla severamente seu sistema financeiro, exigindo requisitos de capital e licenças para a atuação de instituições financeiras. Controla, também, a conta capital, como forma de proteger a economia doméstica de choques especulativos, manter a estabilidade de sua taxa de câmbio e seu *policy space*. Sobre a taxa de câmbio, o governo chinês administra

para dinamizar as exportações e conter a volatilidade, atuando plenamente no mercado cambial para garantir a estabilidade de sua moeda. Em conclusão, essas medidas se mostram efetivas para que a economia chinesa seja menos afetada pela assimetria macroeconômica e, desta forma, consiga manter seu *policy space* para propósitos domésticos.

3.6.3. Assimetria produtiva: a importância do dinamismo das exportações

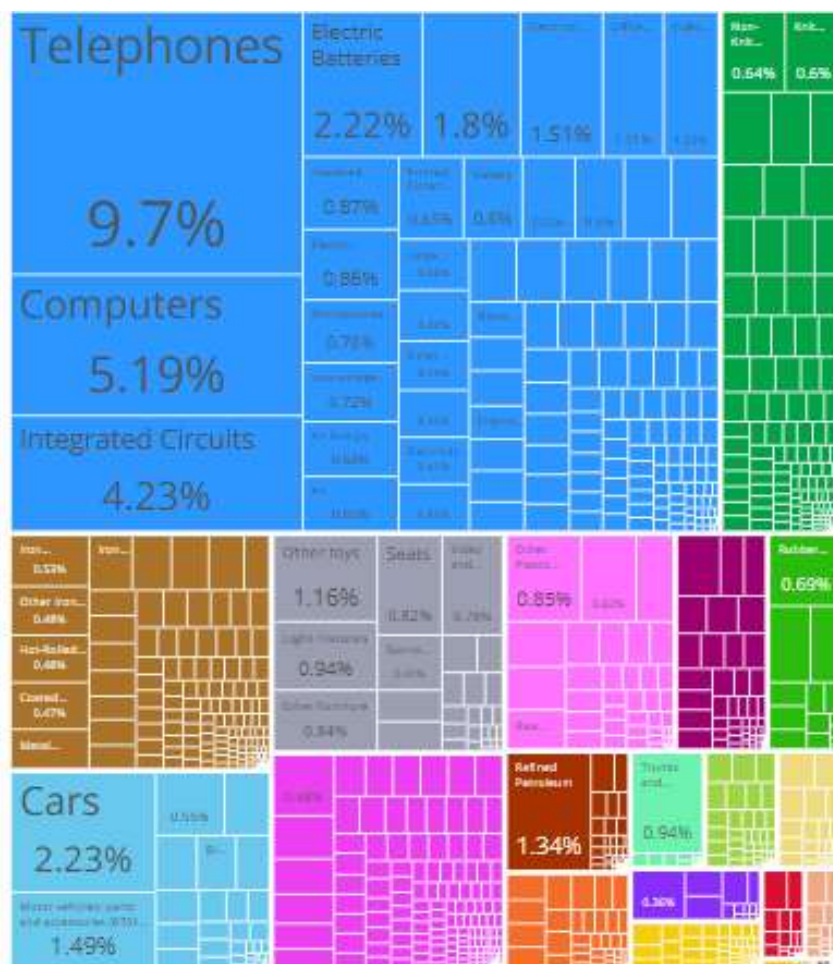
Como se sabe, as exportações são fundamentais para estimular a produção nacional e, conseqüentemente, o crescimento econômico. Nesse sentido, a evolução das exportações se constitui como um dos alicerces da integração internacional da China, sendo a desvalorização da moeda chinesa, em 1984, um fator crucial. No mercado de *swaps*, a taxa de câmbio era ainda mais desvalorizada, o que contribuiu para o aumento das exportações, uma vez que os preços dos produtos chineses se tornaram mais atraentes. Anos depois, em 1994, o sistema tributário foi reformulado, permitindo a redução da carga tributária para as empresas exportadoras. Assim, essas medidas contribuíram para a maior competitividade das exportações chinesas, evidenciando a importância da inserção externa para as exportações chinesas, uma vez que a integração com a economia internacional e a retomada das relações diplomáticas com os demais países fomentaram a criação de novos mercados consumidores e a entrada de insumos (Sun, 2024).

De acordo com Medeiros (2013), o cerne desse maior dinamismo está na integração com as cadeias produtivas da indústria de tecnologia da informação e da indústria leve (que produz manufaturas ou transforma matéria-prima em bens de consumo final). A primeira teve início na década de 1990, com a entrada de investimentos de outras regiões asiáticas nas ZEE, cujo objetivo era fomentar as exportações para os Estados Unidos e demais países da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico). Por sua vez, no início dos anos 2000, a segunda cadeia recebeu um menor volume de investimentos externos, abrindo espaço para a maior participação das empresas chinesas. Houve o redirecionamento da pauta de exportações, que passou a ser composta principalmente por bens mais complexos (com máquinas e produtos eletrônicos), reduzindo a parcela destinada a manufaturas voltadas para o consumo final e que possuem menor valor agregado.

Os dados divulgados pelo *Observatory of Economic Complexity* (OEC) mostram que, em 2023, a China exportou um total de US\$ 3,41 trilhões e se tornou o principal país exportador do mundo, sendo os Estados Unidos o destino principal, com uma participação de 12,9% do total. Dentre os principais produtos exportados, destacam-se telefones (9,7%), computadores

(5,2%), circuitos integrados (4,2%), carros (2,2%) e baterias elétricas (2,2%). A figura 2 ilustra essas informações.

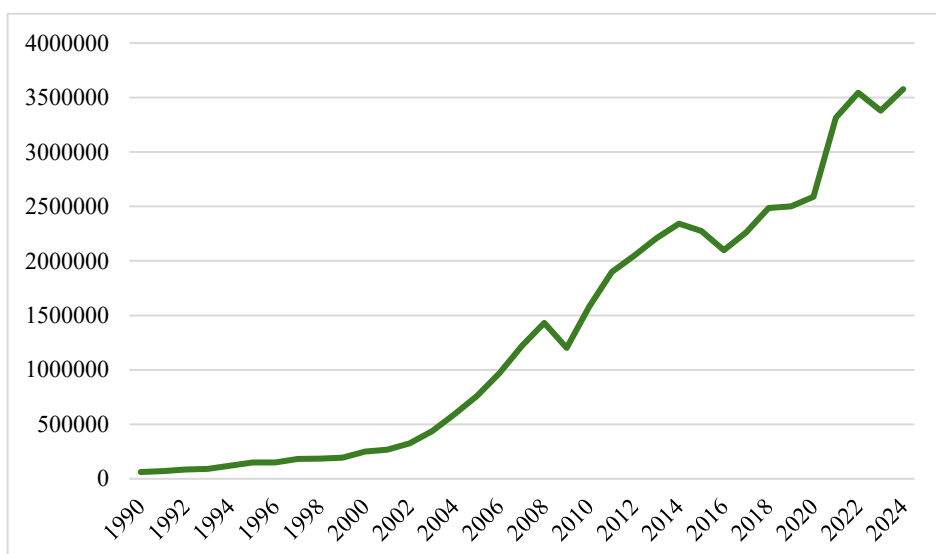
FIGURA 2: Composição das exportações da China em 2023



Fonte: *Observatory of Economic Complexity*.

Já o gráfico 17 oferece um panorama sobre o crescimento das exportações chinesas nos últimos anos. Observa-se que os valores foram crescendo ao longo dos anos 1990, devido às ações do governo já discutidas anteriormente. Na década seguinte, houve um crescimento exponencial, impulsionado pela maior integração da China ao comércio internacional.

GRÁFICO 17: Valor total (em US\$ milhões) das exportações da China (1990-2024)

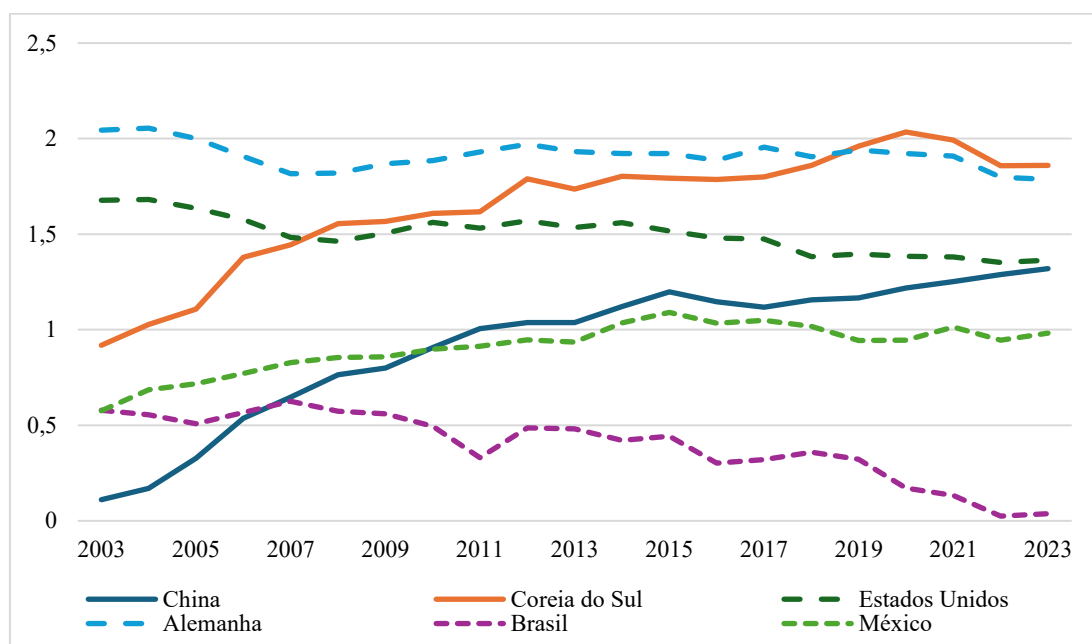


Fonte: *National Bureau of Statistics of China*. Elaboração própria.

O gráfico 18 apresenta o Índice de Complexidade Econômica (*Economic Complexity Index*, cuja sigla em inglês é ECI), divulgado pelo *Observatory of Economic Complexity*, para países selecionados. O ECI utiliza os dados das exportações de 6 dígitos, classificadas como HS96. São analisados países com pelo menos 1 milhão de habitantes e exportações de pelo menos US\$ 1 bilhão. Nos últimos anos, o Japão ocupou a primeira posição no ranking do ECI, enquanto o valor da China cresceu substancialmente, saltando da 46ª posição em 2003 para a 18ª em 2023. A Coreia do Sul também possui um alto grau de complexidade econômica, o que mostra uma tendência à diversificação produtiva. O México⁵² é o destaque da América Latina, enquanto o índice do Brasil apresenta uma tendência de queda, cuja estagnação produtiva pode estar relacionada com a desindustrialização. Por fim, Estados Unidos apresentam um elevado grau de complexidade econômica, resultado de suas pautas exportadoras diversificadas.

⁵² A tendência de crescimento do índice do México é explicada pela atuação das indústrias maquiladoras, isto é, montadoras de bens duráveis utilizadas para exportação ao mercado dos Estados Unidos (Paula *et al.*, 2024).

GRÁFICO 18: Índice de Complexidade Econômica – países selecionados (2003-2023)



Nota: Optou-se por selecionar dois países do Leste Asiático (China e Coreia do Sul), dois países da América Latina (Brasil e México) e dois países centrais (Estados Unidos e Alemanha).

Fonte: *Observatory of Economic Complexity*. Elaboração própria.

Resumindo os pontos discutidos, as mudanças nas cadeias produtivas engendraram o dinamismo das exportações, fortalecendo a posição da China como um importante país exportador mundial, além de um importante importador. Além disso, o país recebe mais IED (que é menos volátil do que outros investimentos) e, em conjunto com o capital nacional, contribui para a sua diversificação produtiva. Pode-se concluir, assim, que a China é pouco afetada pela assimetria produtiva, não estando sujeita às volatilidades típicas de economias exportadoras de *commodities*, uma vez que sua pauta de exportações é bastante diversificada e composta por produtos de alto valor agregado.

3.7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo teve o intuito de analisar os impactos das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva na China, começando pela apresentação das importantes transformações na economia chinesa, a estrutura de seu sistema financeiro e seu processo de integração à economia mundial. Como foi visto, o ano de 1979 representa a transição de uma economia centralmente planejada para um modelo liberalizado, mas ainda sob o forte controle estatal sobre o sistema financeiro, taxa de juros e mercado cambial. A partir de então, diversas

medidas foram adotadas, com destaque para as Quatro Modernizações, a reformulação do sistema bancário através do surgimento dos *Big Four*, criação das Zonas Econômicas Especiais e a consolidação do PBC como banco central. Não obstante, o sistema bancário chinês permanece sob o rigoroso controle do Estado e o sistema financeiro doméstico ainda é pouco diversificado, apesar de todos os avanços dos últimos anos.

A China optou por uma abertura gradual e, assim, foi se inserindo gradativamente na globalização financeira. Além das reformas iniciadas em 1979, contribuíram para essa maior integração as transformações na política cambial, entrada da OMC, a estratégia *Going Global* e o programa *Belt and Road Initiative*. Resumindo os pontos discutidos, a abertura gradual e controlada permitiu que a integração internacional ocorresse de forma benéfica, absorvendo as vantagens da entrada de capitais externos (especialmente IED, que é um tipo menos volátil) e protegendo a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas. Para tanto, o papel atuante do Estado foi fundamental, especialmente no controle da entrada de capitais especulativos e no estímulo às exportações.

A China ainda enfrenta alguns obstáculos com a presença das formas de intermediação financeira que operam fora dos balanços, que constituem um sistema bancário paralelo (*shadow banking*). Estas operações apresentam riscos e impactam negativamente a liquidez do sistema bancário. Com isso, o PBC reforça a regulamentação e atua na repressão de atividades financeira ilegais. A regulação do sistema financeiro chinês é um ponto que deve ser trazido à luz, uma vez que existem diversas agências regulatórias (SAFE, CSRC, CIRC, MPA, CBRC, entre outras) responsáveis pela supervisão de diferentes setores.

No tocante à assimetria financeira, foram apresentados os indicadores *de jure* e *de facto* para demonstrar a integração financeira da China, dados sobre os fluxos de IED *inward* e *outward*, composição de sua Posição Internacional de Investimentos. A análise permitiu concluir que a China possui ativos externos maiores do que os passivos, com destaque para o IED, que é um tipo de capital menos volátil do que outros investimentos. Além disso, possui um volume expressivo de reservas cambiais, resultado de superávits em conta corrente. Assim, estes fatores apontam protegem a economia chinesa dos impactos da assimetria financeira.

Sob o ponto de vista macroeconômico, o Estado chinês mantém o controle sobre o mercado cambial e os tipos mais voláteis de capital e, de fato, estas medidas reduzem a exposição da economia chinesa. Não obstante, geram um certo grau de incerteza para os investidores externos, com impactos principalmente no projeto de internacionalização do RMB, assunto que será desenvolvido no próximo capítulo. Por fim, a China também é pouco afetada pela assimetria produtiva. Além de possuir um papel decisivo nas exportações mundiais, sua

pauta exportadora é bastante diversificada, com uma significativa participação de produtos de alto valor agregado.

Em conclusão, através de um amplo referencial teórico e dos dados coletados, observa-se que a China é pouco afetada pelas três assimetrias, devido à adoção de controles de capital, papel atuante do Estado e uma pauta exportadora diversificada. Estes fatores se mostram profícuos na manutenção do *policy space*, bem como na autonomia da política monetária. Após décadas de crescimento acelerado, a China optou por priorizar uma agenda mais sustentável, voltada para um crescimento moderado ancorado na inovação e inclusão social, estratégia conhecida como *new normal*. O próximo capítulo dará prosseguimento à análise da economia chinesa, à luz do papel de sua moeda e dos efeitos das transformações no sistema financeiro e na regulação. Também será explorado como a China é afetada pela assimetria monetária e as fases de internacionalização do RMB.

CAPÍTULO 4 – ASSIMETRIA MONETÁRIA REVISITADA À LUZ DA ESTRATÉGIA DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI

4.1. INTRODUÇÃO

Como visto no capítulo 1, o dólar se tornou a moeda-chave do Sistema Monetário Internacional (SMI) que emergiu após o colapso de Bretton Woods, substituindo a libra. As medidas adotadas pelos Estados Unidos visavam o domínio global do dólar como alicerce para consolidar seu predomínio monetário, juntamente com sua influência militar e financeira sobre o resto do mundo. Para tanto, o desenvolvimento dos mercados financeiros domésticos foi crucial para expandir a utilização do dólar nas transações financeiras e comerciais internacionais. Naquele contexto, as economias europeias e o Japão ainda não haviam se recuperado dos efeitos devastadores da Segunda Guerra Mundial. Posteriormente, o fim da União Soviética em 1991 e da percepção de economias centralmente planejadas abriram o caminho para as finanças liberalizadas, favorecendo a atuação do dólar em outras nações.

No capítulo 2, buscou-se ampliar o conceito de assimetria monetária, partindo do argumento de que hierarquia e internacionalização de moedas são conceitos imbricados e, em conjunto, formam esta assimetria. Coube ao capítulo 3 analisar os impactos das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva na economia chinesa. Por fim, o presente capítulo tem como objetivo entender o quanto a China é afetada pela assimetria monetária e, assim, analisar o processo de internacionalização do renminbi (RMB)⁵³ e sua posição na hierarquia de moedas, através da análise de diferentes dados. Busca-se, em particular, compreender quais são os fatores impulsionadores da internacionalização do RMB que é, de fato, um processo singular, tendo em vista as particularidades da economia chinesa.

Assim, a ascensão da China como uma superpotência econômica e financeira lançou luz para o papel de sua moeda como uma alternativa para contornar a dominação do dólar. O argumento a ser desenvolvido neste capítulo é que o cerne da internacionalização do RMB não é destronar o dólar, mas sim se tornar uma moeda alternativa, especialmente entre os países do Sul Global que buscam estratégias de desdolarização. Cabe dizer que desbancar o *status quo* da moeda-chave não é uma tarefa simples. Como bem descreveu Eichengreen (2011, p. 724): “*The*

⁵³ Renminbi (“a moeda do povo”) é o nome oficial da moeda da China, enquanto o iuane a sua unidade de conta. Existem dois códigos monetários para o iuane: CNY, que é a moeda chinesa para transações dentro do território chinês (*onshore*); e CNH, que é a moeda chinesa negociada em mercados *offshore*, sendo Hong Kong o principal. Dentro do território chinês, CNY e CNH possuem o mesmo valor em RMB. Em outros territórios, diferentes taxas de câmbio influenciam o CNY e CNH e, desta forma, seus valores acabam divergindo.

dollar's rise between 1914 and 1924 did not require sterling's demise. Successful internationalization of the renminbi similarly does not presuppose the demise of the dollar.”

É importante mencionar que existe uma inércia na constituição do SMI e, desta forma, uma possível troca da moeda-chave por outra ocorre de forma muito lenta. Portanto, mesmo que um país atue fortemente para promover a internacionalização, a estrutura do sistema não se alterará de forma rápida. De fato, a consolidação do dólar como moeda-chave ocorreu muitos anos depois do enfraquecimento da Grã-Bretanha e uma possível substituição no curto prazo pode ser mais difícil, ainda que outras moedas centrais e o RMB estejam aumentando sua atuação na esfera internacional. Não obstante, as primeiras posições da hierarquia monetária se mantiveram inalteradas nos últimos anos, enquanto o RMB está subindo e se aproximando gradualmente das moedas centrais.

Recapitulando o que foi abordado no capítulo 3, a China é pouco afetada pelas assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva.⁵⁴ A explicação está na atuação consistente do Estado na economia, adoção de controles de capital e uma pauta exportadora diversificada e superavitária, que expressa uma estrutura produtiva diversificada e cada vez mais sofisticada tecnologicamente. Entretanto, existe um antagonismo em relação ao rigoroso controle exercido pelo Estado chinês, pois garante o *policy space* mas esbarra na aceleração do processo de internacionalização do RMB. Vê-se, portanto, que a China precisaria modificar sua arquitetura macroeconômica e a forma de inserção financeira internacional de sua economia para alavancar de vez a maior utilização internacional do RMB. Na prática, as cartadas da China no tabuleiro geoeconômico apontam para uma “internacionalização com características chinesas”, isto é, a combinação entre aumentar o uso internacional de sua moeda mas sem renunciar seus preceitos de autonomia da política econômica, especialmente o controle estatal sobre a conta capital e o mercado cambial. Importante destacar que a China ainda é um país em processo de “*catching-up*”.

Isto posto, o presente capítulo busca contribuir para o debate sobre a internacionalização da moeda chinesa apresentando uma análise temporal do processo de internacionalização do RMB, destacando as principais medidas adotadas entre o início dos anos 2000 e 2024, além de analisar o papel do RMB na hierarquia de moedas. Para tanto, além desta introdução, o capítulo

⁵⁴ A análise feita no capítulo 3 permitiu concluir que, em relação às outras nações do Sul Global, a China é pouco afetada pela assimetria financeira devido à forma gradual e controlada que se inseriu na globalização financeira, com destaque para o seu maior volume de ativos financeiros, cujo principal componente são as reservas cambiais. Do ponto de vista macroeconômico, o alto controle estatal sobre a economia fornece um maior *policy space* para a China. De forma adicional, a pauta exportadora diversificada e o papel crucial nas exportações mundiais protegem a economia chinesa também da assimetria produtiva.

está dividido da seguinte forma. A seção 4.2. introduz esta análise temporal admitindo que, no caso do RMB, existe uma internacionalização com características chinesas. Prosseguindo, nesta tese optou-se por utilizar a seguinte periodização nas subseções seguintes: 4.2.1. 2001-2007: início do processo de internacionalização até a eclosão da crise financeira global em 2008; 4.2.2. 2008-2016: pós-crise financeira até a inclusão do RMB na cesta dos Direitos Especiais de Saque; 4.2.3. 2018-2024: pandemia, BRICS+ e desdobramentos do conflito entre Rússia e Ucrânia. Já a subseção 4.2.4. apresenta uma breve nota sobre a moeda digital chinesa, enquanto a seção 4.3. mostra os dados referentes à utilização do RMB no cenário internacional. Por fim, as considerações finais sintetizam os argumentos apresentados.

4.2. INTERNACIONALIZAÇÃO COM CARACTERÍSTICAS CHINESAS: O CASO DO RENMINBI

A internacionalização do RMB é um tema que desperta o interesse de autores das diferentes correntes de pensamento econômico, assim como das relações internacionais. Tradicionalmente, a China adota mudanças graduais e controladas na institucionalidade e nos instrumentos relacionados a política macroeconômica para proteger a economia doméstica de choques especulativos, manter a estabilidade de sua taxa de câmbio e seu *policy space*. Apesar de algumas permissões dadas à entrada de investimentos estrangeiros nos últimos anos, a China ainda controla severamente o mercado cambial e a conta capital. Todavia, desde o início dos anos 2000, o país vem incentivando a internacionalização de sua moeda através de uma série de medidas que serão explicitadas ao longo deste capítulo. Pode-se, assim, argumentar que existe um paradoxo na internacionalização do RMB, uma vez que a macroestrutura chinesa se choca com os requisitos clássicos desse processo (isto é, total liberalização das taxas de câmbio e de juros). Em outras palavras, a China adota medidas para aumentar o uso internacional de sua moeda ao mesmo tempo que mantém controles de capital e o gerenciamento estatal sobre o sistema financeiro e o mercado de câmbio.

Analisando os determinantes para a internacionalização da moeda (citados no capítulo 2), o tamanho da economia chinesa é um fator significativo, pois é a segunda maior do mundo. Além disso, possui um papel fundamental nas correntes de comércio, sendo o principal exportador global. Sobre a estabilidade da moeda, as médias da taxa de inflação se mantiveram próximas à média global e o *People's Bank of China* (PBC) intervém nos mercados de câmbio para evitar a valorização do RMB em relação ao dólar.⁵⁵ O gigante asiático também possui uma

⁵⁵ Em abril de 1994, foi criado um mercado de câmbio interbancário sob o controle direto do PBC, o *China Foreign Exchange Trade System* (CFETS), com sede em Xangai. Dentre suas funções, pode-se destacar o monitoramento

notória influência política, especialmente no Sul Global, e a postura do governo mostra que existe um projeto para ampliar a utilização do RMB. Com efeito, nas palavras de Zöllner (2016, p. 3): “*Historically, no other currency has been pushed so actively by its authorities as a means of global exchange.*”

Entretanto, existem alguns entraves como a permanência de controles sobre a conta capital e sobre o mercado de câmbio. Ao longo do capítulo, será possível notar que a China instituiu diversos programas e medidas para facilitar a entrada de investimentos externos. Apesar disso, há pouca transparência na postura do Estado chinês, o que gera um certo grau de incerteza para os investidores. Dito de outra forma, o país avança gradualmente na liberalização, mas diante de algum evento circunstancial que coloque em risco seu *policy space*, o governo chinês recua e intensifica os controles. No que se refere ao regime cambial, apesar da maior flexibilidade, ainda é caracterizado por constantes intervenções do PBC para manter o valor do RMB relativamente estável em relação ao dólar. Outro obstáculo é a estrutura do sistema financeiro chinês, que é pouco diversificada, concentrado no setor bancário e fortemente controlado pelo Estado. Assim, estes fatores são identificados na literatura como possíveis impedimentos para o avanço da internacionalização do RMB.

Aderir à globalização financeira foi um desafio para a China, pois exigiu que medidas liberalizantes fossem adotadas – ainda que de maneira gradual e lenta – desafiando os pilares de seu arcabouço macroeconômico. Vale notar que se integrar financeiramente ao sistema financeiro global e enfrentar o sistema dolarizado significa estar suscetível às decisões dos Estados Unidos. Em outras palavras, para entrar no jogo é preciso aceitar as suas regras. Mas será que é possível criar um jogo alternativo? Para tornar o RMB uma moeda mais presente nas transações globais, Pequim precisaria garantir a liquidez dos mercados financeiros internacionais e manter a estabilidade monetária. No entanto, a maior demanda de investidores internacionais pode aumentar a volatilidade da taxa de câmbio e tornar o RMB mais vulnerável aos ciclos de liquidez. Desta forma, evitar esta maior exposição do RMB exige restringir de alguma forma a sua internacionalização.

Trazendo para o debate alguns pontos de vista existentes na literatura, começamos pela interpretação de Cintra e Pinto (2017) que sustentam que a China promove uma “internacionalização controlada”, justamente por ainda controlar sua conta capital e limitar a total conversibilidade de sua moeda. Para Cohen (2019), a “*currency statecraft*” chinesa é guiada por restrições domésticas enraizadas em ações graduais e cautelosas e, desta forma, o

das transações no mercado cambial *onshore*, o fornecimento de serviços para a transmissão das ações de política monetária do PBC e estímulo às negociações nos mercados interbancário, de títulos e de câmbio (Prasad, 2016).

país busca encorajar o uso de sua moeda no exterior sem comprometer seu controle, esperando que o tamanho da economia seja um fator tão relevante que consiga mitigar os demais. Por sua vez, Sousa (2020) contribui ao sugerir que a internacionalização do RMB é um meio de contestação à hegemonia do dólar e ao poder dos Estados Unidos sobre os mercados financeiros globais. Sendo assim, a China vem contornando os preceitos clássicos sobre a internacionalização de uma moeda, impulsionando este processo de uma maneira única e específica.

Estas visões estão correlacionadas e refletem, de fato, a intenção do projeto de internacionalização de moedas adotado pela China. Uma estratégia singular, assim como outras políticas da história da economia chinesa. Em contrapartida, Torres Filho e Pose (2018) apontam que a China promove um projeto de internacionalização defensivo, ou seja, busca reduzir a dependência do dólar e aumentar sua resiliência sobre as instabilidades inerentes ao atual SMI. Entretanto, não parece que seja apenas uma postura defensiva, mas sim ativa, corroborada pelo movimento de desdolarização e avanço do domínio financeiro chinês.

Diante do exposto, as próximas subseções apresentam uma periodização para entender as medidas adotadas pela China nos últimos anos para promover a internacionalização de sua moeda. Dividida em três fases, a primeira compreende o período entre 2001 e 2007, isto é, início das primeiras medidas efetivas até a eclosão da grande crise financeira. O segundo período engloba os anos entre 2008 e 2016, mostrando uma análise sobre as consequências da crise e a inclusão do RMB nos Direitos Especiais de Saque do Fundo Monetário Internacional (FMI), enquanto a terceira fase contempla os desdobramentos da pandemia, da expansão do BRICS e do recente conflito entre Rússia e Ucrânia. Após este amplo levantamento das principais medidas adotadas para promover a internacionalização da moeda chinesa, caberá à seção 4.3. apresentar os dados que ilustram os argumentos apresentados.

4.2.1. 2001-2007: início do processo de internacionalização até a eclosão da crise financeira global em 2008

A internacionalização do RMB se iniciou de forma moderada na década de 2000, impulsionada pelo ingresso da China na Organização Mundial do Comércio (OMC) e pelo lançamento da estratégia *Going Global*. A adesão à OMC flexibilizou ainda mais a entrada de capital estrangeiro no sistema financeiro chinês, enquanto a *Going Global* promoveu a internacionalização das empresas chinesas, favorecendo os fluxos financeiros entre a China e os demais países, com expansão dos saldos denominados em RMB fora do território chinês. É

nesse sentido que Freitas e Borghi (2024) argumentam que, do ponto de vista financeiro, a *Going Global* buscou expandir a utilização internacional do RMB.

Sob o ponto de vista político, Kwon (2015) argumenta que existia uma divergência dentro do Partido Comunista Chinês (PCC) sobre promover ou não a internacionalização do RMB. Enquanto o grupo liberal (composto pelo PBC e burocratas voltados para os negócios internacionais) apontava os benefícios, a ala conservadora (como as SOEs⁵⁶, *Big Four*⁵⁷, NDRC⁵⁸ e o Ministério das Finanças) se mostrou abertamente contra. Esta resistência decorre da influência e do controle que este grupo exerce sobre os recursos da economia chinesa e, assim sendo, a internacionalização poderia atingir seus interesses. Por outro lado, o grupo reformista se mostrou a favor, sob o argumento de que poderia ser uma alternativa para lidar com as excessivas reservas cambiais denominadas em dólar. Adicionalmente, enquanto uma medida de liberalização financeira, a internacionalização do RMB teria um efeito político para atenuar as críticas internacionais sobre o modelo econômico chinês.

Com isso, os principais líderes do PBC decidiram prosseguir com o projeto de internacionalização do RMB. Em 2002, foi lançado o esquema *Qualified Foreign Institutional Investor* (QFII)⁵⁹, permitindo que investidores internacionais selecionados pudessem investir no mercado de capitais chinês utilizando o RMB, sob a supervisão da CSRC⁶⁰ (que aprova os pedidos de licença) e da SAFE⁶¹ (que define as cotas de investimento). O QFII busca atrair investimentos de portfólio estáveis e de alta qualidade, como Investimento Estrangeiro Direto (IED), impedindo a entrada de capitais especulativos de curto prazo. Houve, também, a criação de centros de compensação em RMB em outros países com o objetivo de implementar um sistema *cross-border* de pagamentos bancários (Allen *et al.*, 2013; Prasad, 2016; Park, 2016).

Hong Kong foi escolhido pela China para ser o principal mercado fora de suas fronteiras devido ao seu status econômico e político. Possui sua própria moeda (o dólar de Hong Kong) e não adota controles de capitais. Cumpre mencionar que apesar de fazer parte do território chinês, a China trata a região como um mercado *offshore* em relação às negociações em RMB.⁶²

⁵⁶ *State-owned enterprises*

⁵⁷ *Agriculture Bank of China, Bank of China, China Construction Bank e Industrial and Commercial Bank of China.*

⁵⁸ *National Development and Reform Commission*

⁵⁹ Instituições estrangeiras gestoras de fundos, companhias de seguros, empresas de valores mobiliários e outras instituições.

⁶⁰ *China Securities Regulatory Commission*

⁶¹ *State Administration of Foreign Exchange*

⁶² Cheung (2015) entende que a principal característica de um mercado de câmbio *offshore* é a possibilidade de separação do risco cambial e do risco-país, tornando possível contornar os regulamentos existentes no mercado *onshore*. Usualmente, o mercado *offshore* é escolhido por sua boa reputação, uma estrutura sólida de mercado

Em 1997, Hong Kong foi entregue pelos britânicos aos chineses e já se constituía como um importante centro financeiro internacional, contando com uma boa infraestrutura de mercado financeiro.

A partir de 2003, os residentes de Hong Kong passaram a ter permissão para comprar RMB até um limite diário, estabelecendo a região como um importante centro financeiro *offshore* para a China operar na liquidação de transações cambiais. Como resultado, observou-se um aumento dos ativos líquidos denominados em moeda estrangeira dentro do sistema bancário chinês. No ano seguinte, em 2004, os bancos de Hong Kong passaram a aceitar depósitos em RMB, quando as empresas que iniciaram suas negociações na moeda chinesa decidiram abrir contas de depósito, especialmente no mercado *offshore*. Também neste ano, foi criado o mercado *offshore* de Macau (McCauley, 2011).

Já em 2005 a paridade fixa ao dólar foi substituída por uma taxa de câmbio flutuante administrada e o PBC iniciou as operações de *swaps* utilizando o RMB no mercado de câmbio estrangeiro. Já em julho de 2006, outro importante passo foi dado com a criação do esquema *Qualified Domestic Institutional Investor* (QDII), permitindo que instituições financeiras domésticas da China pudessem investir em produtos financeiros *offshore*, atuando nos mercados de títulos estrangeiros. Ademais, o PBC anunciou um programa piloto de *swaps* de taxas de juros utilizando o RMB no mercado interbancário (Prasad, 2016).

Semelhante ao esquema QFII, o QDII oferece oportunidades limitadas para que os investidores domésticos possam acessar os mercados estrangeiros cuja moeda não é totalmente conversível e os fluxos de capitais são restritos. Além disso, em agosto de 2006, as regras do QFII foram revisadas, permitindo a participação de um número maior de investidores estrangeiros. Por fim, é importante ressaltar que as operações em Hong Kong começaram a operar de fato apenas em 2007. A partir de então, os bancos e instituições financeiras com sede na China puderam emitir títulos denominados em RMB no mercado *offshore*. Assim, o mercado *offshore* de Hong Kong passou a ser cada vez mais utilizado, atuando na liquidação de transações e emitindo títulos denominados em RMB (Allen *et al.*, 2013). A tabela 7 sintetiza as informações aqui apresentadas e seus desdobramentos.

financeiro e políticas regulatórias menos restritas. Exemplificando, Londres, Nova York e Tóquio são importantes mercados de câmbio *offshore*.

TABELA 7: Medidas adotadas para promover a internacionalização do renminbi entre 2001 e 2007

Ano	Medidas	Desdobramentos
2001	Entrada da China na OMC e estratégia <i>Going Global</i>	Internacionalização das empresas chinesas e maior integração internacional
2002	Lançamento do esquema <i>Qualified Foreign Institutional Investor</i> (QFII)	Investidores internacionais selecionados puderam investir no mercado de capitais chinês utilizando o RMB, sob a supervisão da CSRC e da SAFE
2003	Residentes de Hong Kong passaram a ter permissão para comprar RMB até um limite diário	Estabelecimento da região como um importante centro financeiro <i>offshore</i>
2004	Bancos de Hong Kong passaram a aceitar depósitos em RMB e criação do mercado <i>offshore</i> de Macau	Empresas que iniciaram suas negociações na moeda chinesa decidiram abrir contas de depósito, especialmente em Hong Kong
2005	Paridade fixa ao dólar é substituída por uma taxa de câmbio flutuante administrada e início das operações de <i>swaps</i> utilizando o RMB no mercado de câmbio estrangeiro	Valorização do RMB
2006	Lançamento do esquema do esquema <i>Qualified Domestic Institutional Investor</i> (QDII)	Instituições financeiras domésticas da China puderam investir em produtos financeiros <i>offshore</i>
2007	Início das operações no mercado <i>offshore</i> de Hong Kong	Bancos e instituições financeiras com sede na China puderam emitir títulos denominados em RMB na região

Fonte: Elaboração própria.

4.2.2. 2008-2016: pós-crise financeira até a inclusão do renminbi na cesta dos Direitos Especiais de Saque

Os anos que antecederam a eclosão da crise financeira de 2008 foram marcados por um cenário de concessão de empréstimos hipotecários para famílias americanas com pouca estabilidade financeira e sem histórico positivo de pagamento. A elevada demanda engendrou o aumento do crédito imobiliário por parte dos bancos e instituições financeiras. Como muitos

tomadores se tornaram inadimplentes, formou-se uma bolha, cujo ápice foi o colapso do tradicional banco norte-americano Lehman Brothers, em setembro de 2008. Outros bancos declararam falências, as Bolsas pelo mundo despencaram e, assim, os efeitos desestabilizadores se espalharam pela economia global.

Para a China, esse foi o ponto de inflexão para impulsionar a internacionalização de sua moeda. Havia a preocupação com a instabilidade do SMI, uma vez que o ambiente de incertezas em relação aos rumos da economia americana e ao papel do dólar se mostrava cada vez mais legítimo. Zhou Xiaochuan, que presidia o PBC naquele momento, afirmou que a crise de 2008 refletia as vulnerabilidades inerentes ao SMI caracterizado pela centralidade do dólar, propondo uma moeda reserva alternativa, capaz de permanecer estável no longo prazo. Nas suas palavras:

“The crisis again calls for creative reform of the existing international monetary system towards an international reserve currency with a stable value, rule-based issuance and manageable supply, so as to achieve the objective of safeguarding global economic and financial stability.” (Xiaochuan, 2009, p. 1).

Desde 2006, o PBC já indicava um planejamento para promover a internacionalização do RMB, com destaque para a publicação do artigo *“The Timing, Path and Strategies of RMB Internationalization”*, o qual sugeria que a internacionalização poderia melhorar o *status* internacional e a competitividade da economia chinesa. Com isso, a grande crise financeira pressionou o governo chinês a internacionalizar sua moeda como forma de reduzir os custos de transação decorrentes dos acordos comerciais entre a China e seus parceiros, protegendo sua economia dos riscos cambiais. Os Estados Unidos, enquanto emissores da moeda-chave do sistema, possuem ampla margem de manobra para incorrer em déficits gêmeos (em conta corrente e fiscais) e, por consequência, emitem passivos em dólar e se beneficiam da senhoriagem internacional. Para o governo chinês, esta dinâmica poderia engendrar uma instabilidade sistêmica, atingindo todas as economias, especialmente aquelas do Sul Global e emissoras de moedas com baixo prêmio de liquidez (Huang *et al.*, 2014).

Em linhas gerais, o PBC firmou acordos bilaterais de *swaps* cambiais com outros bancos centrais para garantir fundos para que seus parceiros comerciais pudessem manter as importações de produtos chineses. Embora o RMB ainda tivesse pouca aceitação internacional, essa medida foi importante para assegurar as transações comerciais, uma vez que a China é a principal parceira comercial de muitos países. Pode-se dizer que os acordos de *swap* são uma forma de impulsionar a demanda pela moeda chinesa e, assim, aprofundar sua internacionalização. A China já realizava *swaps* com outros bancos centrais asiáticos antes de iniciar a internacionalização, nos quais fornecia dólares em troca da moeda local do país

contraparte. Desta forma, as reservas cambiais da China funcionavam como uma espécie de linha de crédito para socorrer outros países asiáticos. Após 2009, os acordos de *swaps* passaram a operar com moedas locais, ou seja, as moedas de outros bancos centrais são trocadas por RMB, contribuindo para a maior utilização do RMB.

Inicialmente, a China buscou incentivar o uso do RMB como moeda de liquidação comercial e, em 2009, foi lançado um esquema piloto que permitiu a utilização da moeda chinesa na liquidação de comércio com os membros da *Association of Southeast Asian Nations* (ASEAN), Hong Kong e Macau. Com isso, empresas selecionadas puderam liquidar suas operações utilizando o RMB, através da intermediação de bancos comerciais públicos. Também em 2009 ocorreu a emissão dos primeiros títulos públicos chineses denominados em RMB em Hong Kong, conhecidos como *Dim Sum Bonds*. São utilizados por investidores estrangeiros que desejam títulos em RMB mas que preferem evitar as restrições de controles de capitais na China, isto é, não conseguem investir na dívida pública interna dentro do território chinês. Já os chamados *Panda bonds* são títulos denominados em RMB e emitidos por agentes não residentes dentro das fronteiras da China, sendo mais utilizados por investidores nacionais (Eichengreen e Kawai, 2014).

Já em 2010 ocorreu a liberação para aberturas de contas denominadas ou vinculadas em RMB para qualquer empresa do mundo, gerando um expressivo aumento na abertura de contas de depósito a prazo e certificados de depósito. Ainda de forma cautelosa, o PBC passou a permitir que bancos de compensação estrangeiros selecionados pudessem investir uma parte de seus fundos em RMB internamente na China (*onshore*) no mercado de títulos interbancário. Outro ponto importante é que, em agosto de 2010, a empresa norte-americana Mc Donald's anunciou a emissão de títulos denominados em RMB, se tornando a primeira companhia multinacional a realizar esta operação. Por fim, em dezembro, foi lançado o primeiro índice de títulos em RMB de Hong Kong, denominado "*Bank of China (Hong Kong) Offshore RMB Bond Index*" (Prasad, 2016).

Ainda em 2010, foi criado o *China Interbank Bond Market* (CIBM), que é regulado pelo PBC e possui poucas restrições à repatriação do capital principal. Desta forma, é considerado um canal rápido e direto para investir no mercado de títulos da China, mas o acesso a este esquema é limitado a grandes investidores institucionais estrangeiros. Antes de 2010, o dólar ainda era utilizado como moeda veículo nas negociações, pois não havia uma troca direta entre o RMB e outras moedas nacionais. No entanto, a partir de 2010, a moeda chinesa começou

a ser cotada diretamente em relação ao ringgit malaio e ao rublo russo, abrindo os caminhos para que outras moedas seguissem o exemplo (Balmas e Howarth, 2024).⁶³

Prosseguindo, em 2011, foi introduzido o esquema *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor* (RQFII), permitindo que instituições estrangeiras pré-qualificadas (como outros bancos centrais) pudessem investir nos mercados de títulos e de ações dentro do território chinês. Assim como no QFII, a CSRC é responsável pela concessão das licenças e, a SAFE, pela definição das cotas de investimento. Cabe mencionar que a principal diferença entre os programas é que, no RQFII as instituições podem utilizar RMB *offshore* para investir dentro da China. Por sua vez, sob o esquema QFII, os investidores precisam fazer a conversão de seus fundos em moeda estrangeira para RMB para, finalmente, atuar nos mercados domésticos chineses. No ano de 2012, houve um aumento na cota para o RQFII e, como resultado, instituições não financeiras chinesas foram autorizadas a emitir títulos denominados em RMB dentro da região de Hong Kong. Em 2013, foram criadas as Zonas de Livre Comércio (*Free Trade Zones*, cuja sigla em inglês é FTZs), que atuam como áreas de conversibilidade da conta capital da China com objetivo de aprofundar o grau de abertura de forma controlada. As FTZs permitem um maior grau de abertura da conta capital chinesa, mas de forma controlada e limitada a áreas geográficas específicas. Lançada em setembro de 2013, a FTZ de Xangai é uma das mais importantes (Eichengreen e Kawai, 2014; Prasad, 2016).

No tocante ao impacto do *Belt and Road Initiative* (BRI) sobre a internacionalização da moeda chinesa, Li (2019) argumenta que existem possíveis benefícios, como a expansão do uso da moeda chinesa no exterior⁶⁴, o aumento da influência da China na economia global, abertura gradual do setor financeiro doméstico e a possibilidade de financiamento externo utilizando o RMB. Não obstante, existem efeitos adversos, como a redução da margem de manobra das políticas macroeconômicas e da regulação, a volatilidade do mercado financeiro doméstico e a possível manifestação do Dilema de Triffin (referido no capítulo 1). No caso do BRI, o objetivo é justamente aumentar o volume de comércio entre os países membros, o que contribui para a maior utilização do RMB como moeda reserva e liquidação comercial. Em determinado momento, o fluxo contínuo de RMB poderá provocar um déficit no balanço de pagamentos da China, causando uma depreciação de sua moeda, prejudicando o próprio processo de internacionalização.

⁶³ Dados de dezembro de 2024 apontam que o CFETS possui 22 bancos de compensação *offshore* de RMB e 96 bancos centrais estrangeiros. Atualmente, o RMB é negociado diretamente contra 25 moedas (CFETS, 2024).

⁶⁴ No âmbito do BRI, muitos países utilizam o RMB como moeda de liquidação ao invés do dólar.

Em 2014, houve uma depreciação do RMB em relação ao dólar, algo que não acontecia desde 2009. A desaceleração da economia chinesa no pós-crise financeira arrefeceu as expectativas do mercado sobre uma possível valorização da moeda chinesa, impactando negativamente seu processo de internacionalização. Para superar os obstáculos impostos, outras medidas foram adotadas, como o lançamento do programa *Shanghai-Hong Kong Stock Connect* com objetivo de conectar as bolsas de valores de Xangai (*onshore*) e Hong Kong (*offshore*), permitindo que investidores chineses pudessem comprar ações de empresas selecionadas de Hong Kong e empresas chinesas listadas na região *offshore*. Este programa também reduziu as restrições para que estrangeiros comprem ações chinesas listadas em Xangai. Adicionalmente, foram reduzidos os controles sobre transações cambiais com o intuito de impulsionar o uso do RMB dentro da FTZ de Xangai (He, 2015).

No ano de 2015, o PBC adotou uma política de câmbio flutuante de curta duração, provocando uma forte depreciação do RMB nos mercados *onshore* e *offshore*. Rapidamente, o PBC voltou a intervir no mercado e implementou restrições ainda mais rígidas aos fluxos de capitais. Ainda assim, houve uma queda na utilização do RMB como liquidação de comércio e de investimento (Gao, 2023). Este foi um episódio importante no processo de internacionalização do RMB, pois foi preciso recuar para recalcular a rota.

Também em 2015 foi introduzido o *Mutual Fund Connect*, autorizando a distribuição de fundos elegíveis da China e de Hong Kong para os mercados um do outro, através de um processo de verificação simplificado. Além disso, foi criado um sistema de pagamentos alinhado com os padrões internacionais, o chamado *Cross-Border Interbank Payments System* (CIPS), cujo objetivo é facilitar as transações transfronteiriças denominadas em RMB. Pode-se dizer que este foi mais um importante passo em direção à ampliação do uso internacional da moeda chinesa, pois representa um marco no desenvolvimento do sistema financeiro chinês. Em linhas gerais, o CIPS é supervisionado pelo PBC e se assemelha ao CHIPS (*Clearing House Interbank Payments System*), a câmara de compensação dos Estados Unidos (Prasad, 2016; Park, 2016).

Como observa Eichengreen (2022), o CIPS é utilizado por Pequim para atrair investidores externos e fomentar a internacionalização do RMB. Para tanto, as instituições financeiras são divididas em dois grupos: participantes diretos, que são aqueles que possuem uma conta no CIPS; e indiretos, que operam no sistema através da intermediação dos participantes diretos. Com efeito, os participantes diretos precisam estar incorporados na China para que o PBC possa supervisionar suas operações, que são denominadas em RMB. Informações coletadas no site do CIPS, em julho de 2025, apontam que existem 176

participantes diretos. A lista conta com instituições como *Industrial and Commercial Bank of China*, *China Construction Bank Corporation*, *HSBC Bank (China)*, entre outros.⁶⁵

Sintetizando, o início da segunda fase foi marcado pelo estímulo maior dado à internacionalização da moeda chinesa, mas também pelo recuo neste processo devido aos episódios de desvalorização do RMB. Em meio às incertezas sobre a estabilidade econômica mundial, também havia a desconfiança sobre quais seriam os efeitos da crise sobre a economia chinesa. Observa-se, portanto, que as medidas adotadas para flexibilizar a entrada de investimentos externos, os acordos bilaterais de *swaps* cambiais, o lançamento dos esquemas QFII e RQFII, assim como a criação das FTZs e do CIPS contribuíram para o destaque da moeda chinesa no cenário internacional. Além disso, a China é o principal país exportador mundial e, segundo o FMI, sua moeda é considerada livremente utilizável. Com isso, a despeito dos controles remanescentes sobre a conta capital, a inclusão do RMB como “moeda emergente para negociação forex” no Direitos Especiais de Saque (*Special Drawing Rights*, cuja sigla em inglês é SDR) foi aprovada em novembro de 2015, tendo início em 2016. No contexto da crise de 2008, o presidente do PBC naquela época, Zhou Xiaochuan (2009), defendeu que o uso do SDR deveria ser ampliado para atender à demanda por uma moeda reserva alternativa e se tornar um meio de pagamento amplamente aceito, ou seja, seria benéfico estabelecer um sistema de liquidação entre o SDR e outras moedas.

O SDR é um ativo de reserva internacional, composto por uma cesta de moedas como o dólar americano, o euro, o iene e a libra.⁶⁶ Ou seja, o SDR não é uma moeda, é uma unidade de conta utilizada pelo FMI para fornecer liquidez a um país e suplementar o volume de reservas dos países-membros. O SDR é composto por moedas que são emitidas por países-membros do FMI com grande participação nas exportações mundiais e consideradas “livremente utilizáveis”. Este último critério, adicionado formalmente em 2000, diz respeito a uma moeda capaz de ser amplamente utilizada em transações internacionais e negociada nos mercados de câmbio. Sendo assim, a total conversibilidade da moeda não é uma condição necessária ou suficiente (Prasad, 2016).

⁶⁵ A lista completa pode ser acessada no seguinte endereço eletrônico: https://www.cips.com.cn/en/about_us/about_cips/direct_participants_list/index.html (acesso em: 28/07/2025).

⁶⁶ Ao longo do tempo, a composição da SDR foi se alterando. Com o fim do sistema de Bretton Woods, a SDR buscou incluir as moedas emitidas pelos principais países exportadores, compreendendo um total de 16 moedas. Em 1981, houve uma redução para apenas as moedas do G5, a saber, o dólar americano, o iene, o marco alemão, a libra e o franco francês. Por sua vez, o surgimento do euro substituiu as moedas europeias e o SDR passou a contar com apenas quatro moedas, até a inclusão do RMB.

Resumindo os pontos apresentados, a inclusão no SDR representou um grande avanço no uso da moeda chinesa na esfera internacional. Ainda que o RMB não seja totalmente conversível e o governo mantenha controles sobre a conta capital, o tamanho da economia chinesa e a sua importância no tabuleiro geoeconômico motivaram a integração do RMB na cesta de moedas do FMI. Por fim, a tabela 8 resume as medidas discutidas nesta subseção.

TABELA 8: Medidas adotadas para promover a internacionalização do renminbi entre 2008 e 2016

Ano	Medidas	Desdobramentos
2008	PBC firmou acordos bilaterais de <i>swaps</i> cambiais com outros bancos centrais	Assegurar as transações comerciais para que seus parceiros comerciais pudessem manter as importações de produtos chineses
2009	Lançamento de um esquema piloto que permitiu a utilização do RMB na liquidação de comércio com os membros do ASEAN, Hong Kong e Macau. Emissão dos primeiros títulos públicos chineses denominados em RMB em Hong Kong.	Empresas selecionadas puderam liquidar suas operações utilizando o RMB, através da intermediação de bancos comerciais públicos.
2010	Liberação para aberturas de contas denominadas ou vinculadas em RMB para qualquer empresa do mundo. A empresa norte-americana Mc Donald's anunciou a emissão de títulos denominados em RMB. Criação do <i>China Interbank Bond Market</i> (CIBM)	Expressivo aumento na abertura de contas de depósito a prazo e certificados de depósito.
2011	Lançamento do esquema <i>Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor</i> (RQFII)	Instituições estrangeiras pré-qualificadas puderam investir nos mercados de títulos e de ações dentro do território chinês
2012	Aumento na cota para o RQFII	Instituições não financeiras chinesas foram autorizadas a emitir títulos denominados em RMB dentro da região de Hong Kong
2013	Criação das Zonas de Livre Comércio (FTZs)	Aprofundar o grau de abertura de forma controlada
2014	Lançamento do programa <i>Shanghai-Hong Kong Stock Connect</i>	Conectar as bolsas de valores de Xangai (<i>onshore</i>) e Hong Kong (<i>offshore</i>),

2015	Introdução do <i>Mutual Fund Connect</i> . Criação do <i>Cross-Border Interbank Payments System</i> (CIPS)	Autorização para a distribuição de fundos elegíveis da China e de Hong Kong para os mercados um do outro. Facilitar as transações transfronteiriças denominadas em RMB
2016	Inclusão do RMB como “moeda emergente para negociação forex” no SDR	Importante avanço na internacionalização do RMB

Fonte: Elaboração própria.

4.2.3. 2018-2024: pandemia, BRICS+ e desdobramentos do conflito entre Rússia e Ucrânia

A China continuou seu processo de abertura financeira e, em 2018, abandonou os requisitos de cota para os esquemas QFII e QDII, o que permitiu uma entrada ainda maior de investidores internacionais. Naquele ano, o CIPS já cobria os principais mercados financeiros do mundo, contribuindo para a eficiência da liquidação das operações transfronteiriças em RMB e, assim, reforçando seu uso em escala global (Li, 2019). Prosseguindo, em março de 2019, foi promulgada a Lei de Investimento Estrangeiro⁶⁷, que passou a vigorar em janeiro de 2020 e cujo objetivo era aprofundar a abertura da economia chinesa, através de medidas para facilitar a entrada de investimentos externos, proteger os direitos destes investidores e impulsionar o desenvolvimento econômico, sendo válida dentro do território chinês. Em linhas gerais, o governo se comprometeu a incentivar a entrada de investimentos estrangeiros e proteger estes investidores. De acordo com o Artigo 1 da lei:

“The Foreign Investment Law of the People’s Republic of China (hereinafter referred to as “the Law”) is hereby formulated in accordance with the Constitution of the People’s Republic of China in a bid to further expand opening-up, vigorously promote foreign investment, protect the legitimate rights and interests of foreign investors, standardize the management of foreign investment, impel the formation of a new pattern of all-around opening-up and boost the sound development of the socialist market economy.” (NDRC, 2019, p. 1).

Já em julho de 2019, o PBC publicou uma série de medidas para aprofundar a abertura do sistema financeiro doméstico, com destaque para o incentivo à participação de instituições financeiras estrangeiras no investimento de subsidiárias de gestão de ativos e patrimônio de bancos comerciais, apoio ao capital estrangeiro para corretagem de moeda e participação

⁶⁷ *Foreign Investment Law of the People’s Republic of China.*

acionária e, ademais, a facilitação de investimento externo no mercado doméstico de títulos interbancário (PBC, 2019).

Uma nova etapa da internacionalização do RMB se iniciou em setembro de 2020 com a unificação dos esquemas QFII e RQFII, que passaram a ser conhecidos como “esquema QFI”, representando o principal canal de acesso ao sistema financeiro chinês. Como resultado, houve uma redução nos requisitos de entrada, facilitando a inscrição de investidores internacionais para atuar no mercado de capitais chinês e reduzindo o tempo de aprovação. Vale destacar que do QFII e do RQFII são importantes para a expansão da utilização da moeda chinesa, visto que as saídas de capital através destes esquemas precisam ser convertidas em RMB, destacando seu papel no comércio e no financiamento de investimentos (Balmas e Howarth, 2024).

Não obstante, no final de 2019, os primeiros casos de COVID-19 na China acenderam um alerta mundial sobre uma possível pandemia, fato concretizado poucos meses depois. Se iniciava um período turbulento e sombrio, com impactos deletérios sobre vidas e economia. O relatório divulgado em conjunto pelo *The Asian Banker* e *China Construction Bank* (2021)⁶⁸ destaca que, a despeito dos desafios impostos pela pandemia, as instituições financeiras, bem como empresas chinesas e estrangeiras, mantiveram um elevado nível de uso do RMB para liquidação de comércio internacional. Além disso, as transações monetárias denominadas em RMB também apresentaram uma trajetória ascendente. Como se sabe, a China foi a única grande economia que apresentou um crescimento positivo durante a pandemia, o que fortaleceu a confiança do mercado na sua moeda e reduziu a percepção de risco sobre a trajetória econômica chinesa e a volatilidade do RMB. Outro dado importante é que a proporção de empresas e instituições financeiras chinesas que nunca utilizaram o RMB para investimento direto caiu em 2020, na comparação com 2019. O relatório aponta ainda que a China está aprofundando a abertura de seus mercados financeiros domésticos, com o objetivo de estimular a demanda e o uso do RMB.

Dornelas (2024) sustenta que a assinatura do *Renminbi Liquidity Agreement*, em junho de 2022, representa uma iniciativa entre o *Bank for International Settlements* (BIS) e a China para formar um fundo de reserva capaz de fornecer liquidez nos momentos de maior volatilidade e incertezas. Dentre os membros do acordo, estão os bancos centrais de países da Ásia e do Pacífico, como Indonésia, Malásia, Hong Kong, Singapura e Chile. Nesse sentido, cada país deve depositar o valor referente a 15 bilhões de RMB (ou o equivalente em dólares) em um fundo de reserva mantido pelo BIS. Os países têm livre acesso a seus depósitos e, caso

⁶⁸ São analisados os dados fornecidos por executivos de instituições financeiras, empresas chinesas e empresas estrangeiras.

seja necessário, podem solicitar uma linha de financiamento operada pelo BIS. Sobre os impactos dessa iniciativa na internacionalização do RMB, a autora aponta a natureza preventiva e defensiva, tendo em vista os recentes episódios de crises (como a de 2008 e a provocada pela pandemia) e conflitos geopolíticos. Desta forma, o acordo contribui para o aumento da influência da China e, consequentemente, de sua moeda.

Em um recente relatório, o PBC divulgou mais algumas medidas para avançar na abertura dos mercados financeiros domésticos. O documento aponta o lançamento, em maio de 2023, do esquema *Swap Connect*, que permite o acesso mútuo aos mercados de *swap* de taxas de juros da China e de Hong Kong. Por consequência, houve um aumento da participação de investidores chineses e estrangeiros e, no final de abril de 2024, houve mais de 3.600 transações de *swap* de taxas de juros, representando um valor nominal agregado de aproximadamente RMB 1,77 trilhão. Para desenvolver ainda mais a conexão entre os mercados de derivativos da China e de Hong Kong, o PBC se comprometeu a aprimorar o *Swap Connect*, através da melhora nos serviços de compensação, redução de custos de participação e aumentar os tipos de produto negociados. Por fim, o documento enfatiza a intenção de fortalecer o mercado *offshore* de Hong Kong como um importante centro financeiro internacional (PBC, 2024).

Outro ponto importante é destacado por Leal (2023) ao mostrar que a expansão do BRICS, com a inclusão de seis membros (Arábia Saudita, Emirados Árabes, Argentina, Egito, Irã e Etiópia), contribui para o objetivo chinês de avançar em seu domínio e garantir um caráter político ao grupo. O relatório final da 15ª cúpula, realizada em agosto de 2023, expressou o incentivo ao uso de moedas locais nas transações entre o BRICS+ e parceiros comerciais.⁶⁹ Em contrapartida, existem algumas divergências entre os membros do grupo, com destaque para o posicionamento da Índia sobre como o uso de moedas locais beneficiará a utilização do RMB em detrimento das demais, uma vez que é a moeda emitida pelo país com maior importância dentro do BRICS+. Além disso, a intermediação da China foi crucial para a retomada das relações diplomáticas entre Irã e Arábia Saudita, grandes produtores de petróleo.

Na mesma linha, autores como Park (2016) e Deus *et al.* (2019) apontam a importância do NDB em reduzir a dependência do dólar, principalmente nos projetos de financiamento de investimentos. A maior utilização das moedas nacionais nos desembolsos do NDB pode contribuir para o aumento das transações entre os países membros e facilitar a emissão de dívida na própria moeda. Portanto, NDB auxilia na maior integração econômica entre o BRICS+ e no avanço da internacionalização do RMB. Como já foi referido no capítulo 3, a sede do NDB é

⁶⁹ <https://static.poder360.com.br/2023/08/declaracao-cupula-do-Brics-24ago2023.pdf>

Xangai, o que representa mais um elemento da magnitude da economia chinesa e de sua moeda no grupo.

Nesse contexto, ocorreu a assinatura de acordos bilaterais entre os bancos centrais de Brasil e China, no início de 2023, com o objetivo de fortalecer as relações entre as duas economias, através da permissão de transações comerciais utilizando diretamente o real e o RMB. A meta é não utilizar o dólar nessas operações, reduzindo os custos e a dependência da moeda americana. O primeiro teste foi a realização de exportações de celulose da Eldorado Brasil, utilizando o RMB como moeda de pagamento.

Na 16ª cúpula do BRICS, realizada em outubro de 2024, foi novamente reiterado o compromisso de utilizar as moedas locais nas transações financeiras entre os membros e seus parceiros. Um ponto importante que deve ser trazido à luz é a proposta de criação de um sistema de pagamentos regional, a *BRICS Cross-Border Payments Initiative* (BCBPI), cujos objetivos são intermediar os pagamentos transfronteiriços e facilitar as transações financeiras. Com isso, os membros do BRICS teriam acesso a um sistema de pagamentos isento de possíveis sanções aplicadas por outros países (Ministério das Relações Exteriores, 2024). É necessário mencionar que esta proposta foi uma iniciativa da Rússia, que sediou a última cúpula. Desta forma, o BCBPI utilizaria a tecnologia *blockchain* para armazenar e transferir recursos através de *tokens* digitais lastreados em moedas nacionais, reduzindo a necessidade da utilização do dólar nas transações. Portanto, o objetivo russo é criar um sistema alternativo e que não funcione sob as normas do FMI (Bryanski, 2024).

Por fim, o relatório da 17ª cúpula do BRICS, ocorrida em julho de 2025 no Rio de Janeiro, reforçou o empenho em adotar mecanismos de financiamento utilizando moedas locais, buscando conectar o Mecanismo de Cooperação Interbancária do BRICS e o NDB. Além disso, o documento menciona a revisão do tratado e regulações do *Contingent Reserve Arrangement* (CRA), com o objetivo de melhorar a flexibilidade e a efetividade. Outro ponto de destaque é a importância do desenvolvimento da indústria 4.0 e da inteligência artificial para a criação de uma economia digital que seja capacitadora, inclusiva e segura para todos. Em resumo, é preciso pensar na conectividade digital como uma condição essencial para alcançar a transformação digital e o crescimento socioeconômico (Ministério das Relações Exteriores, 2025).

Vale mostrar que a eclosão do conflito entre Rússia e Ucrânia e as consequentes sanções impostas pelos Estados Unidos também possuem consideráveis impactos no avanço do domínio

chinês e na desdolarização⁷⁰ das regiões do Sul Global. Para Cohen (2012), dentre as vantagens de ser emissor de uma moeda internacionalmente aceita, está o poder em relação aos demais, podendo utilizar ações políticas diretas em determinados momentos, como formas paralelas de pagamento e sanções.

Historicamente, os Estados Unidos adotam sanções políticas para pressionar outras nações, como por exemplo, embargos comerciais, utilização de tributos de forma punitiva e suspensão de possíveis ajudas. Nas últimas décadas, sanções financeiras também passaram a ser adotadas, evidenciando o privilégio exorbitante do dólar nas finanças globais e gerando o congelamento de contas e bloqueio de transferências para países selecionados. Assim, houve um aprofundamento da utilização das sanções financeiras no governo de Donald Trump, sendo o caso do Irã o principal exemplo. Em 2015, o Irã assinou o Plano de Ação Conjunto Global, um acordo nuclear que limitava as atividades de enriquecimento de urânio, no qual o Irã se comprometeu a eliminar suas reservas de urânio. No entanto, em 2018, os Estados Unidos se retiraram do Plano e adotaram uma série de sanções financeiras, como a restrição das instituições financeiras iranianas do sistema de pagamento em dólar e a retirada de bancos iranianos do sistema SWIFT. Consequentemente, a economia iraniana foi fortemente atingida. Vê-se, portanto, que essa postura visa “armar o dólar” e, apesar de não enfraquecer seu domínio, favorece a busca por moedas alternativas. Outro exemplo são as sanções impostas à Rússia no âmbito das suas operações na região da Crimeia, como a proibição de transações com empresas russas do setor energético e restrições a investimentos na Rússia e à entrada de cidadãos russos. Por consequência, em 2014, o país iniciou um processo de desdolarização, realocando seu portfólio de ativos internacionais, observando-se um aumento nos créditos denominados em euro e RMB (Zucker-Marques, 2021).

Da mesma forma, Loeb (2021) destaca a importância geopolítica das sanções e como este cenário pode contribuir para a maior demanda da moeda chinesa. A maior utilização do RMB não fornece à China o poder de definir sanções, mas pode enfraquecer a influência daquelas aplicadas pelos Estados Unidos e Europa. É por isso que alguns países buscam um sistema de pagamentos paralelo que opere fora do manto ocidental. Como se sabe, a Rússia foi fortemente impactada pelas sanções e reduziu o uso do dólar em suas transações com a China. Já o Irã, sob sanções norte-americanas há anos, também possui interesses neste novo arranjo monetário, bem como países que operam no BRI. Em conclusão, as sucessivas sanções são uma importante peça para a construção de um RMB mais globalizado.

⁷⁰ O debate sobre a desdolarização nas negociações entre os países do Sul Global se intensificou a partir de 2022, devido às sanções impostas pelos Estados Unidos e países europeus no contexto do conflito entre Rússia e Ucrânia.

Resumindo, as sanções decorrentes do conflito entre Rússia e Ucrânia abriram um espaço preenchido pela moeda chinesa, que se apresenta como uma alternativa ao dólar nas negociações que envolvem os países afetados pelas sanções, bem como aqueles apoiadores do movimento de desdolarização. Por consequência, tal cenário favorece a utilização do CIPS como um sistema de pagamento internacional alternativo. Em relação à Rússia, segundo Pao (2022), desde a crise da Crimeia em 2014 o país desenvolveu seu próprio sistema de pagamentos, conhecido como *System for Transfer of Financial Messages*, o que poderia suavizar os impactos do banimento ao sistema SWIFT, além da possibilidade de utilização do CIPS. Desta forma, as dificuldades enfrentadas pela economia russa são mais um elemento no avanço do domínio financeiro chinês.

Na esteira desses acontecimentos, as relações entre China e Arábia Saudita se fortaleceram, intensificando as negociações para fixar parte das vendas de petróleo em iuane. A Arábia Saudita é um dos principais fornecedores de petróleo para a China e o avanço do chamado “petroyuan” pode se tornar um desafio para os Estados Unidos. Desta forma, o fortalecimento de alianças estratégicas entre a China e o Golfo Pérsico se apresenta como um promotor do domínio chinês e da relevância do RMB.

Em conclusão, existe em curso uma internacionalização com características chinesas, isto é, o país promove a maior utilização internacional do RMB enquanto mantém controles de capital e sobre suas variáveis macroeconômicas, fatores que dificultam a maior utilização do RMB, que ainda apresenta uma conversibilidade limitada. Sendo assim, esta postura diverge dos determinantes encontrados na literatura sobre internacionalização de moedas. Apesar dos dados mostrarem uma significativa diferença na utilização do RMB em relação ao dólar e ao euro, é incontestável que a moeda chinesa está conquistando novos espaços ao se mostrar como uma alternativa à moeda estadunidense, contribuindo para o movimento de desdolarização no Sul Global. Portanto, o êxito chinês decorre do peso de sua economia na dinâmica global e das iniciativas adotadas ao longo das últimas décadas, com destaque para os acordos de *swaps* cambiais, a BRI, o CIPS. A tabela 9 sintetiza os pontos apresentados nesta seção.

TABELA 9: Medidas adotadas para promover a internacionalização do renminbi entre 2018 e 2024

Ano	Medidas	Desdobramentos/objetivos
2018	Exclusão dos requisitos de cota para os esquemas QFII e QDII. Promulgação da Lei de Investimento Estrangeiro	Entrada ainda maior de investidores internacionais. Objetivo de aprofundar a abertura da economia chinesa

2019	Incentivo à participação de instituições financeiras estrangeiras no investimento de subsidiárias de gestão de ativos e patrimônio de bancos comerciais, apoio ao capital estrangeiro para corretagem de moeda e participação acionária e a facilitação de investimento externo no mercado doméstico de títulos interbancário	Aprofundar a abertura do sistema financeiro doméstico
2020	Unificação dos esquemas QFII e RQFII (esquema QFI)	Redução nos requisitos de entrada, facilitando a inscrição de investidores internacionais para atuar no mercado de capitais chinês
2022	<i>Renminbi Liquidity Agreement</i>	Iniciativa entre o BIS e a China para formar um fundo de reserva capaz de fornecer liquidez nos momentos de maior volatilidade e incertezas
2023	Início do conflito entre Rússia e Ucrânia. Lançamento do esquema <i>Swap Connect</i>	As sanções impostas lançaram luz sobre um possível sistema de pagamentos alternativo. Já o esquema permite o acesso mútuo aos mercados de <i>swap</i> de taxas de juros da China e de Hong Kong. Por consequência, houve um aumento da participação de investidores chineses e estrangeiros
2024	16ª cúpula do BRICS: proposta de criação de um sistema de pagamentos regional, a BRICS <i>Cross-Border Payments Initiative</i> (BCBPI),	Pretende intermediar os pagamentos transfronteiriços e facilitar as transações financeiras. Com isso, os membros do BRICS teriam acesso a um sistema de pagamentos isento de possíveis sanções aplicadas por outros países

Fonte: Elaboração própria.

4.2.4. Caminhos futuros para a internacionalização: a moeda digital chinesa

Cumpra mencionar a existência do RMB digital (conhecido como e-CNY), que representa a versão digital da moeda fiduciária emitida pelo PBC e possui todas as funções básicas da moeda, como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. Nota-se que as moedas digitais emitidas por bancos centrais (*Central Bank Digital Currency*, cuja sigla em inglês é CBDC)⁷¹ estão cada vez mais expandindo sua atuação, sendo a China uma das

⁷¹ Existem algumas diferenças fundamentais entre as CBDCs e as criptomoedas privadas (como o *Bitcoin*). As CBDCs possuem uma centralização, pois são emitidas pelos bancos centrais e, por esta razão, possuem uma volatilidade reduzida e não apresentam riscos de solvência. Além disso, estão sujeitas a um aparato regulatório e seu objetivo é contribuir para a modernização do sistema financeiro. Assim, se apresentam como a versão digital da moeda fiduciária de um país. Em contrapartida, as criptomoedas são descentralizadas, ou seja, não possuem a

economias pioneiras nesta dinâmica. Em 2014, o PBC iniciou os estudos sobre a moeda digital chinesa com destaque para a estrutura de emissão, quais tecnologias seriam utilizadas, o ambiente de circulação e a experiência de outros países. Posteriormente, em 2016, o PBC criou o *Digital Currency Institute* e, no ano seguinte, foram iniciados os testes utilizando o e-CNY com instituições comerciais. Estas foram medidas cruciais para impulsionar testes e programas piloto em regiões selecionadas, como Shenzhen e Xangai. Assim, o e-CNY é controlado pelo PBC e está fortemente integrado ao sistema bancário chinês, uma vez que representa um passivo para o governo (PBC, 2021).

Peruffo *et al.* (2022) destacam as vantagens da China nesta corrida, como o predomínio de meios eletrônicos e digitais em suas transações, a existência de empresas líderes de tecnologia e telecomunicações e, conjuntamente, o papel forte do Estado no planejamento estratégico. De fato, nos últimos anos, houve um significativo avanço no desenvolvimento na digitalização dos pagamentos na China, o que criou uma maior demanda por tecnologias, contribuindo para o avanço da economia digital. Evidentemente, houve uma queda acentuada nas transações com dinheiro físico. Em síntese, a China é uma das líderes nas iniciativas para utilizar as CBDCs e, desde meados de 2016, a digitalização é um dos pilares da sua política externa. Dentro desse quadro, destacam-se os estudos sobre a tecnologia *blockchain*, indústria 4.0, *big data* e inteligência artificial.

Outras medidas foram adotadas posteriormente, como o lançamento de programas pilotos utilizando o e-CNY em Shenzhen, Suzhou, Xiong'an e Chengdu em 2019, com a incorporação de cidades como Xangai, Hainan, Changsha, Xi'an, Qingdao e Dalian no ano seguinte. Nos Jogos Olímpicos de Inverno, ocorridos em Pequim em 2022, foi lançado aplicativo da carteira digital, sendo baixado por mais de 260 milhões de pessoas em janeiro de 2022. Como forma para ampliar a aceitação da moeda digital, o PBC ofereceu descontos, promoções e brindes para atrair grandes varejistas para o aplicativo, como Taobao, JD.com e Meituan. No ano de 2023, foi incluída uma nova função que permite o pagamento *offline* com valores predefinidos, enquanto em 2024 visitantes estrangeiros puderam utilizar o aplicativo do e-CNY (Boaventura, 2024).

Cabe acrescentar a o projeto mCBDC *Bridge*, uma parceria iniciada em 2021 entre o BIS *Innovation Hub*, *Bank of Thailand*, *Central Bank of the United Arab Emirates*, *Digital Currency Institute of the People's Bank of China* e *Hong Kong Monetary Authority* (HKMA).

intermediação de uma autoridade monetária central. Além disso, não estão sujeitas à regulação e apresentam maior volatilidade, além de serem mais propensas a crimes cibernéticos.

Para mais detalhes sobre os impactos das CBDCs no sistema de pagamentos internacional, ver De Conti (2025).

Em 2024, foi incluído o Saudi Central Bank. O intuito é estudar o potencial da Tecnologia de Registro Distribuído (*Distributed Ledger Technology*, cuja sigla em inglês é DLT) para aperfeiçoar a infraestrutura para pagamentos transfronteiriços. Em linhas gerais, o mCBDC *Bridge* é uma plataforma que utiliza a tecnologia DLT para facilitar as transferências em tempo real e oferecer suporte à operação de diferentes CBDCs, combatendo algumas ineficiências como altos custos e baixa velocidade (BIS, 2021).

Portanto, o surgimento das moedas digitais tem potencial para suavizar a eficácia das sanções impostas pelos Estados Unidos e, nesse sentido, o e-CNY exerce um papel crucial. Impulsionar sua moeda digital fornece à China consideráveis vantagens nos pagamentos transfronteiriços e nas informações disponíveis, uma vez que o PBC teria acesso a um panorama sobre o uso digital do RMB e sobre as transações como um todo (Kumar e Rosenbach, 2020). Em paralelo, a existência da Rota da Seda Digital, pode contribuir para a propagação do e-CNY através de quatro frentes: infraestrutura, desenvolvimento tecnológico, comércio eletrônico e governança do ciberespaço. O objetivo da Rota da Seda Digital é melhorar a infraestrutura digital e estimular as grandes empresas chinesas de tecnologia (públicas e privadas) a expandir sua influência nos países membros da BRI, visando obter vantagens na corrida por mercados emergentes (Boaventura *et al.*, 2023).

De forma geral, esses elementos favorecem a expansão e a sofisticação da economia digital chinesa. A primeira frente se refere aos investimentos em infraestrutura física digital através de redes 5G (que contribuem para ampliar a velocidade da internet), em cabos de fibra óptica e *data centers* (responsáveis por coletar e armazenar informações). Por outro lado, o desenvolvimento tecnológico compreende o avanço no desenvolvimento doméstico de tecnologias de inteligência artificial, assim como de computação quântica, uma tecnologia capaz de contribuir para os estudos da criptografia. O comércio eletrônico engloba o e-commerce, organizado através de zonas de livre comércio digital e redes de pagamento. Por fim, a quarta frente compreende as normas internacionais do ciberespaço. A China defende a cibersoberania, isto é, livre-arbítrio dos países para escolher o desenvolvimento, a regulação e as políticas públicas na esfera digital.

Sobre os impactos no processo de internacionalização, o PBC (2021) afirma que o foco do e-CNY consiste nos pagamentos dentro do território chinês, sendo as transações transfronteiriças ainda muito limitadas e realizadas somente como teste. Contudo, em setembro de 2025 ocorreu em Xangai uma conferência para apresentar as seguintes plataformas de negócios: *e-CNY Cross-Border Digital Payment Platform*, *e-CNY Blockchain Service Platform* e *Digital Asset Platform*, evento que marcou o lançamento oficial do Centro de Operações

Internacional e-CNY (*e-CNY International Operation Center*). De acordo com o PBC (2025), o banco central chinês vem atuando na digitalização de ativos, aumento da eficiência regulatória e da transparência. Na ocasião, o vice-Prefeito Executivo, Wu Wei, afirmou a criação do Centro de Operações Internacional e-CNY contribuirá para a consolidação de Xangai como um centro financeiro internacional e para a internacionalização do RMB. Como observam Boaventura *et al.* (2023), a partir da ampliação da transmissão e do tráfego de dados vinculados ao e-CNY, a China poderia obter maior autonomia para controlar uma quantidade significativa de informações e, ademais, se proteger da interferência externa. Portanto, a Rota da Seda Digital é um caminho para que a China desenvolva os mecanismos necessários para construir uma infraestrutura digital capaz de ampliar sua influência e seu poder.

4.3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE A UTILIZAÇÃO INTERNACIONAL DO RENMINBI

Para ilustrar os pontos apresentados nas seções anteriores, o objetivo desta seção é apresentar as evidências empíricas sobre a utilização internacional do RMB. O relatório divulgado pelas instituições *The Asian Banker* e *China Construction Bank* (2024) aponta o crescimento na utilização vários produtos transfronteiriços denominados em RMB. No caso das empresas chinesas, o destaque está nos investimentos em ações transfronteiriças e financiamento *offshore*. Por sua vez, as empresas estrangeiras utilizaram principalmente a gestão transfronteiriça em RMB, superando a liquidação comercial em 6 pontos percentuais em relação aos resultados apresentados no relatório anterior. Um importante ponto a ser destacado, que pode ser observado no relatório, é que os investimentos diretos por empresas chinesas tiveram um expressivo crescimento na União Europeia (destino escolhido por 16% dessas empresas, um aumento em relação aos 12% observados em 2023) e no Reino Unido (onde 22% das empresas chinesas decidiram investir, sendo que em 2023 apenas 5% dessas empresas destinavam seus investimentos para esta área).

É importante lembrar que, em março de 2014, o Banco da Inglaterra (*Bank of England*) assinou um acordo com o PBC permitindo a compensação e liquidação de transações denominadas em RMB em Londres. Dez anos depois, a capital britânica consolidou sua posição como um importante mercado *offshore* que contribui para a utilização internacional da moeda chinesa. Em compensação, 35% das empresas estrangeiras analisadas selecionaram a China como o mercado preferencial para investimentos utilizando o RMB em 2024, mesmo valor observado no ano anterior.

Mais uma fonte importante é o *RMB Tracker*, relatório mensal gratuito disponibilizado pela SWIFT, com dados sobre a utilização internacional da moeda chinesa por mais de 1.900 instituições financeiras. Em novembro de 2023, o RMB superou o iene e alcançou a quarta posição como moeda mais ativa nos pagamentos globais, porém, caiu para a quinta posição em outubro de 2024, recuperando-se no mês seguinte. O relatório referente ao mês de dezembro de 2024 aponta que a moeda chinesa permaneceu na quarta posição, entretanto, em agosto de 2025 o RMB ocupava a sexta posição, com uma redução de 5,13% em comparação com o mês anterior.⁷²

O relatório ressalta que, no geral, todas as moedas de pagamento diminuíram 6,77%. Dentre os principais centros *offshore* de compensação em RMB, estão Hong Kong (76,21%), Reino Unido (6,06%), Singapura (4,29%), Estados Unidos (2,76%) e França (1,76%). Em relação à participação no mercado de financiamento comercial, o RMB ocupa a terceira posição (5,98%), próximo do euro (6,50%) e com um distanciamento significativo do dólar (81,89%) (SWIFT, 2025). A tabela 10 sintetiza os dados sobre a participação do dólar, euro, libra, RMB e iene nos pagamentos globais, enquanto o gráfico 19 mostra a evolução da participação da moeda chinesa.

TABELA 10: Participação das cinco principais moedas (em %) nos pagamentos globais (2014-2024)

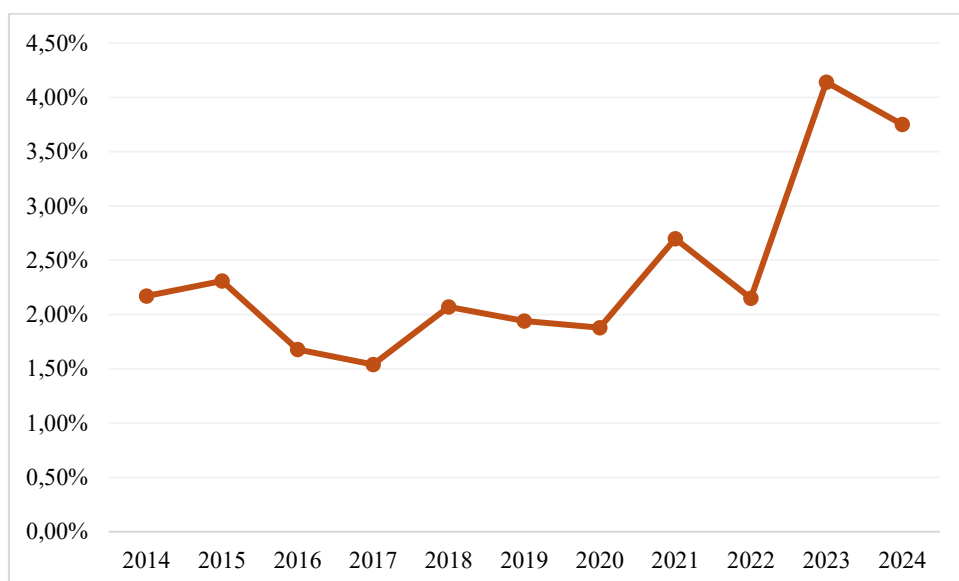
Período	Moeda				
	Dólar	Euro	Libra	Renminbi	Iene
2014	44,60	28,33	7,92	2,17	2,70
2015	43,89	29,39	8,43	2,31	2,78
2016	42,09	31,30	7,20	1,68	3,40
2017	37,99	33,99	6,74	1,54	2,82
2018	41,57	32,98	6,76	2,07	3,36
2019	42,22	31,69	6,96	1,94	3,46
2020	38,73	36,70	6,50	1,88	3,59
2021	40,51	36,65	5,89	2,70	2,58
2022	41,89	36,34	6,08	2,15	2,88
2023	47,54	22,41	6,92	4,14	3,83
2024	49,12	21,74	6,94	3,75	3,50

Nota: Valores referentes ao primeiro dia do mês de dezembro de cada ano.

Fonte: SWIFT. Elaboração própria.

⁷² Moedas que antecederam o RMB em agosto de 2025: dólar (46,94%), euro (25,61%), libra (6,76%), iene (3,37%) e dólar canadense (2,86%).

GRÁFICO 19: Participação do renminbi (em %) nos pagamentos globais (2014-2024)



Nota: Valores referentes ao primeiro dia do mês de dezembro de cada ano.

Fonte: SWIFT. Elaboração própria.

Outro dado relevante que pode ser encontrado no *RMB Tracker* se refere ao uso do RMB como moeda global no mercado de financiamento comercial, ou seja, nas transações de bens e serviços. A tabela 11 mostra que em dezembro de 2024 o euro ultrapassou a moeda chinesa e se tornou a segunda mais utilizada nesta função. Todavia, em janeiro de 2025, o RMB voltou a ocupar a segunda colocação, ficando atrás apenas do dólar. Este movimento decorre de fatores como a importância da China no comércio internacional e o aumento da confiança dos agentes em utilizar o RMB em suas negociações comerciais. A Alemanha, enquanto principal país da União Europeia, ainda não conseguiu superar os efeitos negativos da pandemia e da guerra da Ucrânia e as incertezas sobre sua economia doméstica, juntamente com o avanço da China, contribuem para a oscilação na utilização do RMB. Faz-se necessário salientar o expressivo aumento na atuação do RMB, cujo valor saltou de 3,82% em fevereiro de 2024 para 6,14% em janeiro de 2025.

TABELA 11: Utilização do renminbi (em %) como moeda global no mercado de financiamento comercial (fev/2024 – jan/2025)

Período	Moeda		
	Dólar	Renminbi	Euro
fev/24	85,13	3,82	5,87
mar/24	84,13	5,28	5,89
abr/24	84,11	4,71	5,94
mai/24	84,65	5,08	5,63
jun/24	83,16	5,99	5,92
jul/24	83,22	6,00	5,83
ago/24	83,56	5,95	5,32
set/24	83,25	5,66	5,70
out/24	82,91	5,77	5,64
nov/24	82,10	6,41	6,30
dez/24	81,89	5,98	6,50
jan/25	83,49	6,14	5,16

Nota: Esta porcentagem é em relação ao total de mensagens trocadas via SWIFT entre bancos e instituições financeiras nos grupos MT 400 (aviso de pagamento) e MT 700 (emissão de crédito documentário).

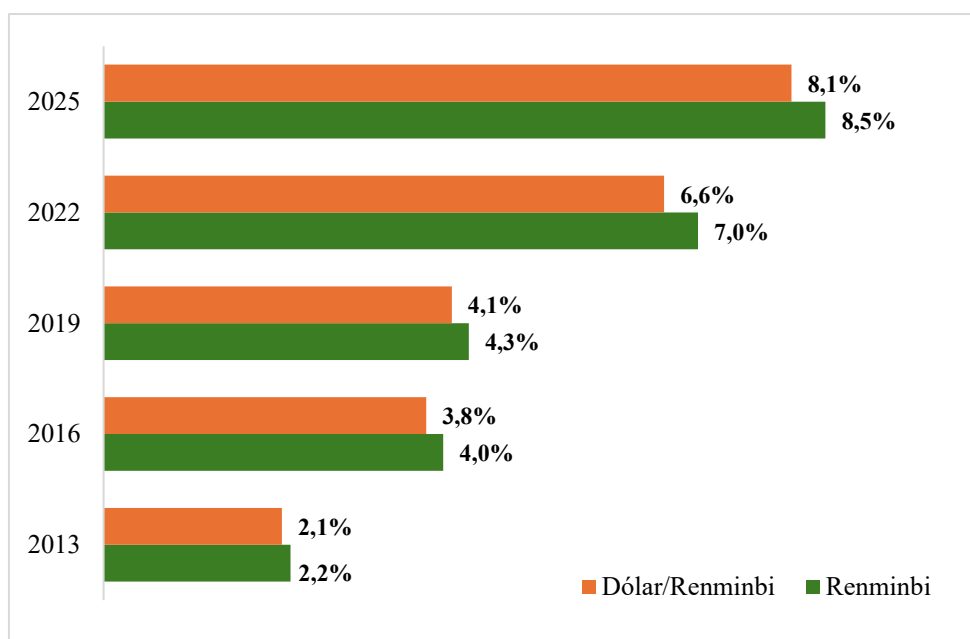
Fonte: SWIFT. Elaboração própria.

Cabe ainda acrescentar que, em 2012, o *International Monetary Institute* (IMI), vinculado à *Renmin University of China* criou o *RMB Internationalization Index* (RII), que reflete o uso real da moeda chinesa em transações econômicas internacionais, através da compilação de dados sobre a participação do RMB na liquidação de comércio, na emissão de títulos, na forma de investimento direto e como reserva cambial por outros bancos centrais. De maneira geral, o indicador é utilizado para entender a atuação do RMB como uma moeda internacional em termos de liquidação comercial, transações financeiras e reservas oficiais. Em 2012, o valor do RII era 0,02 e, no final de 2020, alcançou a marca de 5,02 devido a fatores como o aumento do uso do RMB na liquidação de comércio internacional, nas transações financeiras e como moeda de reserva internacional. Portanto, ainda que muitos obstáculos tenham surgido devido à pandemia, o sistema financeiro chinês se mostrou resiliente e a internacionalização do RMB progrediu (IMI, 2021).

Recapitulando o que foi discutido no capítulo 2, o uso privado na função meio de troca ocorre na forma de moeda veicular e/o liquidação comercial. Ao analisar os dados divulgados pelo *Triennial Central Bank Survey* (BIS, 2025), observa-se um notável crescimento na utilização do RMB como moeda veicular. De fato, na comparação com o dólar e as demais

moedas centrais, este número ainda é muito pequeno, mas é preciso reconhecer que os efeitos gerados pelos esforços do governo chinês para internacionalizar sua moeda apesar das amarras ainda existentes. O gráfico 20 mostra que, tanto de forma individual quanto nas negociações no par com o dólar, a moeda chinesa vem aumentando sua participação no volume de negócios global.

GRÁFICO 20: Participação do renminbi e do par dólar/renminbi (em %) no volume de negócios do mercado de câmbio global (2013, 2016, 2019, 2022 e 2025)



Nota 1: Dólar como moeda base.

Nota 2: Nesse tipo de negociação, o investidor pode optar por comprar a moeda base e vender a de cotação. Em contrapartida, o investidor pode vender a moeda base e receber a moeda de cotação.

Nota 3: Como as transações com câmbio são feitas utilizando duas moedas, o somatório das participações é 200%.

Fonte: BIS (*Triennial Central Bank Survey*, 2025). Elaboração própria.

Utilizando como referência o trabalho de Orsi (2019), a função moeda de investimento de longo prazo pode ser representada pelos dados sobre a participação de investidores institucionais no volume de negócios do mercado de câmbio global. Para fins de ilustração, a tabela 12 mostra os dados referentes ao RMB, de acordo com o *Triennial Central Bank Survey* (BIS, 2025). Observa-se que ao longo dos anos, houve um virtuoso crescimento na utilização da moeda chinesa por investidores institucionais em diferentes instrumentos financeiros. Por sua vez, o gráfico 21 faz uma comparação entre a utilização do RMB por investidores institucionais nos anos 2022 e 2025. Apesar da ligeira redução no instrumento *swaps* cambiais,

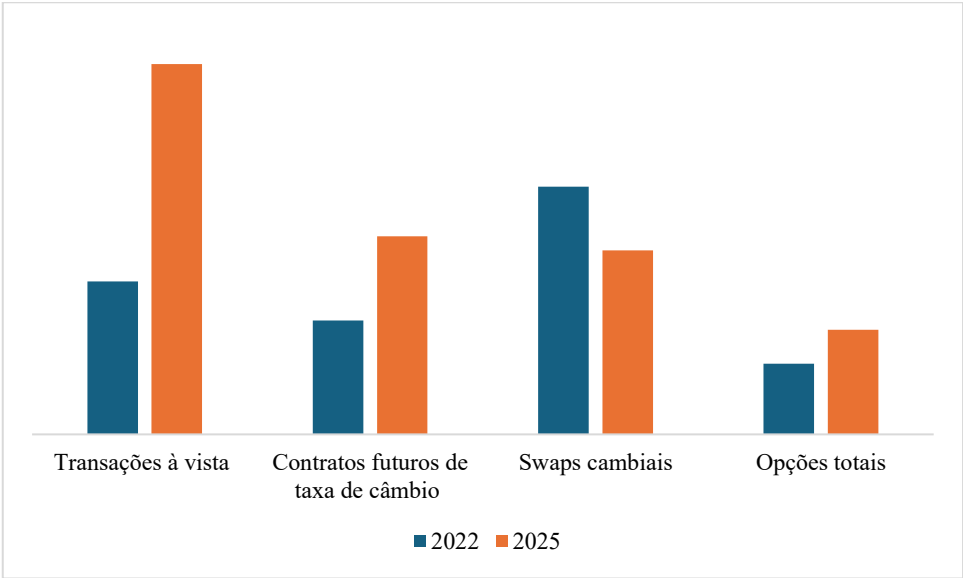
houve um aumento nas demais modalidades, com destaque para as operações de transações à vista.

TABELA 12: Volume de negócios do mercado de câmbio global: participação dos investidores institucionais (em US\$ milhões) que utilizam o renminbi (2013, 2016, 2019, 2022 e 2025)

Instrumentos financeiros	Período				
	2013	2016	2019	2022	2025
Transações à vista	1428	5536	5447	15187	36.781
Contratos futuros de taxa de câmbio	1621	3603	4811	11315	19.660
Swaps cambiais	585	3698	3344	24600	18.282
Opções totais	1886	2832	1118	7008	10.397

Nota 1: Valores referentes ao último dia de cada ano.
Nota 2: Valores em relação ao total de moedas.
Fonte: BIS (*Triennial Central Bank Survey*, 2025). Elaboração própria.

GRÁFICO 21: Volume de negócios do mercado de câmbio global: participação dos investidores institucionais (em US\$ milhões) que utilizam o renminbi (2022 e 2025)

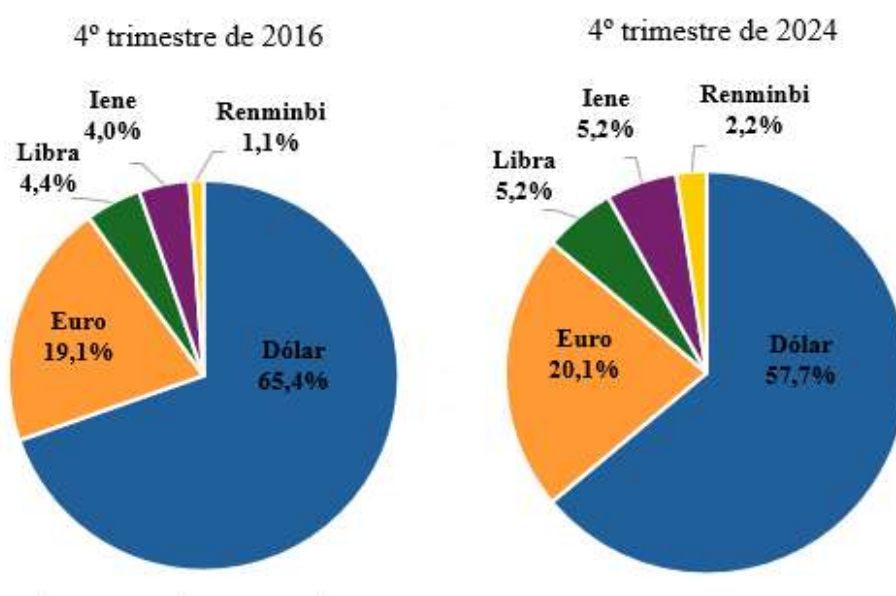


Nota 1: Valores referentes ao último dia de cada ano.
Nota 2: Valores em relação ao total de moedas.
Fonte: BIS (*Triennial Central Bank Survey*, 2025). Elaboração própria.

Já o uso público se refere às moedas que denominam as reservas cambiais de um país. Para tanto, são utilizados os dados fornecidos pelo FMI através da *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (COFER), no qual constam as informações fornecidas por 149 autoridades monetárias. O gráfico 22 apresenta um panorama sobre a participação das

moedas que compõem o SDR, através de uma comparação entre os últimos trimestres de 2016 e 2014. Apesar de haver uma considerável distância entre o dólar americano e as demais moedas, é possível notar que muitos bancos centrais buscam diversificar seu portfólio. Os dados mostram que houve uma redução na escolha do dólar, enquanto é possível observar um aumento na participação das demais moedas. Outro ponto que merece destaque é o aumento da escolha do RMB como moeda de reserva desde a sua entrada no SDR. Portanto, a crescente importância da moeda chinesa nesse contexto não pode ser descartada, ainda que seus valores sejam ainda pequenos.

GRÁFICO 22: Reservas cambiais oficiais (em %) por moeda (quartos trimestres de 2016 e 2024)



Fonte: FMI. Elaboração própria.

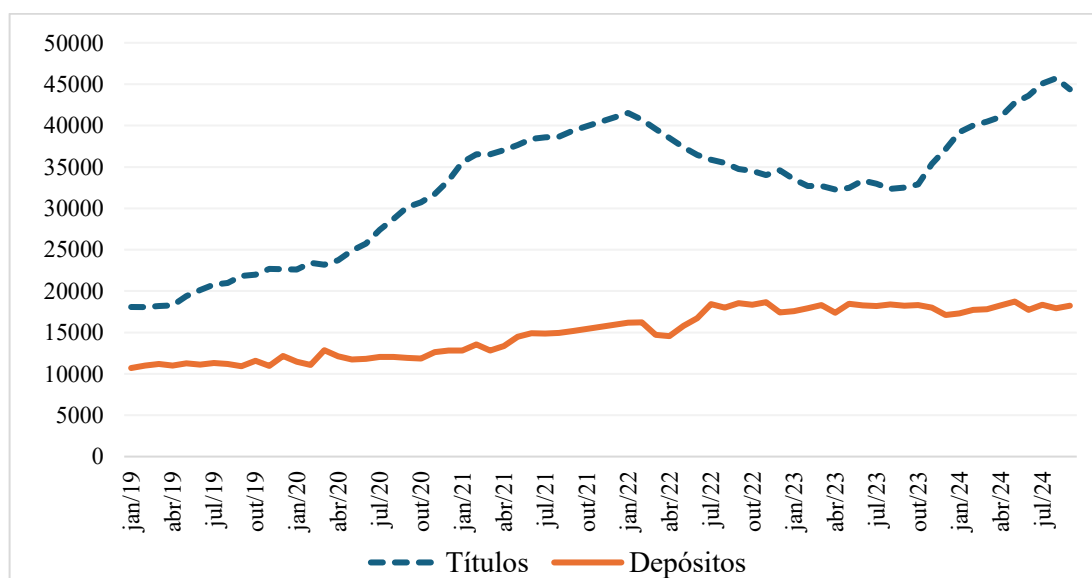
Através de um robusto trabalho empírico, Liao e McDowell (2016) identificam que, desde 2010, trinta e sete bancos centrais incluíram o RMB no seu portfólio de reservas.⁷³ Este movimento estaria relacionado com a visão desses países sobre a ordem internacional, isto é, forças geopolíticas que indicam uma proximidade com a postura chinesa em relação ao papel da economia americana. Segundo os autores:

⁷³ É preciso ressaltar que muitos bancos centrais mantêm a composição de suas reservas de forma confidencial. As autoridades monetárias de Austrália, Áustria, Bolívia, Chile, Macau e Nigéria admitiram publicamente a manutenção do RMB como parte de suas reservas. Nos casos de Lituânia, Noruega, Singapura e Suíça foi preciso analisar os investimentos em ações chinesas ou no mercado de títulos chinês. Já em Hong Kong, na Namíbia e no Uruguai, a confirmação foi através de trocas de e-mails com os bancos centrais. Por fim, os casos restantes foram analisados através de reportagens disponíveis na mídia Liao e McDowell, 2016).

“It is our contention that as state preferences for international order move away from the U.S.-model (and toward China), the likelihood of diversifying reserves into RMB should increase. That is, the decision to invest in RMB is not simply an economic choice. It is also a political act. An act that signals and symbolizes a state’s preference for a diminution of American global influence and support for a revised order.” (Liao e McDowell, 2016, p. 2).

Prosseguindo, através do gráfico 23 pode-se observar que os títulos e depósitos nacionais em RMB mantidos por entidades estrangeiras seguem uma trajetória de crescimento, apesar de alguns pontos de declínio ao longo do período analisado. Por outro lado, em 2023, houve um crescimento na emissão de títulos e empréstimos bancários em Hong Kong denominados em RMB, impulsionado por fatores como alta liquidez, diversidade de produtos e boas condições de infraestrutura. Assim, o montante da moeda chinesa utilizada como liquidação comercial por bancos em Hong Kong foi de RMB 11,7 trilhões. Nos últimos cinco anos, houve um aumento de 46%, dado que em 2019 esse montante era de RMB 5,4 trilhões. Em 2013, era de apenas RMB 3,8 bilhões (*Hong Kong Monetary Authority*, 2023).

GRÁFICO 23: Títulos e depósitos nacionais em renminbi (em 100 milhões de renminbi) mantidos por entidades estrangeiras (jan/2019 – set/2024)



Fonte: PBC. Elaboração própria.

4.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O capítulo teve o intuito de analisar o processo de internacionalização do RMB e o consequente impacto da assimetria monetária na China. Inicialmente, foi feita uma análise temporal sobre a internacionalização da moeda chinesa, através de uma periodização dividida

em três fases, determinada por esta tese. A primeira compreende o período entre 2001 e 2007, isto é, início das primeiras medidas efetivas para promover a maior utilização internacional do RMB até a eclosão da grande crise financeira. Pode-se destacar a entrada da China na OMC e a estratégia *Going Global*, estratégia responsável pela internacionalização das empresas chinesas, lançamento do QFII, do QDII e estabelecimento de Hong Kong como centro financeiro *offshore*.

O segundo período engloba os anos entre 2008 e 2016, mostrando uma análise sobre as consequências da crise e a inclusão do RMB no SDR. Como já foi referido, a crise de 2008 foi o marco histórico para impulsionar a internacionalização da moeda chinesa, pois o ambiente de incertezas engendrou um alerta sobre a instabilidade do SMI. Nesse sentido, o PBC firmou acordos bilaterais de *swaps* cambiais com outros bancos centrais, houve a liberação para aberturas de contas denominadas ou vinculadas em RMB para qualquer empresa do mundo, lançamento do esquema RQFII e criação do CIPS. O período se encerra com a inclusão do RMB como “moeda emergente para negociação forex” no SDR.

Por fim, a terceira fase contempla os desdobramentos da pandemia e do recente conflito entre Rússia e Ucrânia. Apesar dos desafios impostos pelo avanço nos casos de COVID-19, a economia chinesa não foi severamente impactada, devido às políticas anticíclicas adotadas, como por exemplo, para incentivar a demanda doméstica. Instituições financeiras, empresas chinesas e estrangeiras utilizaram altos níveis de RMB para liquidação de comércio internacional. Adicionalmente, foi promulgada a Lei de Investimento Estrangeiro, foram retirados os requisitos de cota para os esquemas QFII e QDII e houve o lançamento do QFI (esquema que resultou da unificação do QFII e do RQFII).

Em relação à hierarquia de moedas, conclui-se através dos dados analisados que o RMB subiu algumas posições, mas ainda se encontra atrás do dólar americano e das demais moedas centrais. De fato, o dólar continua sendo a principal divisa utilizada em todas as funções e parece que a intenção da China não é destroná-lo, pois seria preciso alterar sua estrutura macroeconômica e comprometer sua autonomia de política econômica. No que se pode considerar um avanço, os dados apresentados neste capítulo mostram o reposicionamento do RMB na hierarquia, se aproximando do euro, do iene e da libra no volume de negócios do mercado de câmbio global e como moeda de financiamento. Constata-se também o aumento da participação da moeda chinesa na diversificação das reservas de outros bancos centrais e do portfólio de investidores internacionais.

De todo modo, ainda que o RMB não possa ser denominado de moeda central, a terminologia moeda periférica também já não lhe serve. Ao que tudo indica, a moeda chinesa

está consolidando um sutil *status* de moeda suplementar, fomentado pelo movimento de desdolarização do Sul Global e por um cenário internacional inconstante. Nesse sentido, as ações deliberadas adotadas sob a segunda gestão de Donald Trump, como a imposição de sanções e o chamado “tarifaço”, são determinantes para as oscilações geoeconômicas observadas ao longo do ano de 2025. A expansão dos acordos bilaterais firmados pela China, bem como o fortalecimento do BRICS, também para a globalização da moeda chinesa, gerando novas oportunidades para a utilização do CIPS.

Resgatando o argumento apresentado no capítulo 2 de que hierarquia e internacionalização de moedas moldam conjuntamente a assimetria monetária, constata-se que a China é pouco afetada por essa assimetria. Dentre as razões, estão o aumento significativo da utilização do RMB nos últimos anos e que tem como relação direta o papel ativo do Estado chinês na economia e em ampliar o seu *policy space* e suas iniciativas para estimular a internacionalização da moeda chinesa.

Ainda que não exista um prognóstico sobre a possível perda hegemônica do dólar, o que ocorre são movimentos para preencher as lacunas deixadas pelas sanções econômicas e políticas, intensificadas nos últimos anos. Em resumo, além das políticas promovidas pela China, alguns obstáculos ao uso do dólar estão contribuindo para que os agentes busquem uma moeda alternativa.

CAPÍTULO 5 – CONCLUSÃO

A presente tese se propôs a contribuir para o estudo das assimetrias monetária, financeira, macroeconômica e produtiva, decorrentes do Sistema Monetário Internacional (SMI) contemporâneo, através de um estudo de caso sobre a China. Para alcançar tal objetivo, foi realizada uma ampla revisão da literatura existente sobre globalização financeira, determinantes dos fluxos de capitais, políticas macroeconômicas, *policy space*, composição da pauta exportadora, hierarquia e internacionalização de moedas. De forma complementar, foram apresentados diversos dados que permitiram compreender tópicos da economia chinesa como a forma de integração financeira, a Posição Internacional de Investimentos e a posição do renminbi (RMB) na hierarquia de moedas.

A hipótese proposta foi que a China seria pouco afetada pelas quatro assimetrias e, desta forma, conseguiria manter seu *policy space* e impulsionar a internacionalização do RMB (ainda que de maneira particular). Os pontos levantados ao longo dos quatro capítulos corroboram esta hipótese. Dentre os principais fatores estão o papel atuante do Estado, a inserção gradual na globalização financeira, o controle dos tipos mais voláteis de capitais, a pauta exportadora diversificada (e superavitária) e a maior utilização do RMB internacionalmente (cujo impacto é o deslocamento na hierarquia de moedas). Apesar de compor o grupo de países do Sul Global, o gigante asiático possui uma relevância eminente na economia internacional, refletida nas correntes de comércio e nos mercados financeiros (em decorrência do aumento do uso do RMB). Como resultado, a China consegue manter o *policy space* e ampliar seu domínio financeiro, especialmente nos países que buscam estratégias de desdolarização.

Recapitulando, a China se inseriu gradualmente na globalização financeira, com destaque para as reformas iniciadas em 1979 por Deng Xiaoping. Outros marcos históricos

foram a entrada na Organização Mundial do Comércio; a estratégia de internacionalização das empresas chinesas, conhecida como *Going Global*; e o programa *Belt and Road Initiative*, uma importante política externa adotada para fortalecer o comércio, o transporte e a infraestrutura entre os países participantes. Com isso, para entender a assimetria financeira, foi feita a análise de indicadores *de jure* e *de facto* sobre integração financeira, fluxos de Investimento Estrangeiro Direto (IED) *inward* e *outward*, assim como a relação *net financial assets*.

No tocante aos ativos externos, o principal componente observado foi as reservas cambiais. A China também é uma grande receptora de IED, que é um tipo de capital menos volátil do que os demais. Outro aspecto a ser ressaltado é que nos últimos anos a China aumentou a remessa de IED para outros países como Estados Unidos, Austrália e Reino Unido. Em linhas gerais, a China possui um volume de ativos externos maiores que os passivos externos, que contribui para que sua vulnerabilidade externa seja baixa. Conclui-se, assim, que os fatores discutidos contribuem para que a China seja pouco afetada pela assimetria financeira.

O estudo da assimetria macroeconômica avaliou o regime cambial da China, com o abandono do sistema dual e a unificação da taxa de câmbio em 1994. A partir de julho de 2005, foi adotado um sistema cambial mais flexível, com a flutuação do RMB dentro de uma banda. Em momentos de turbulência, como a crise de 2008, o *People's Bank of China* (PBC) suspendeu a flutuação do RMB. Em agosto de 2015, foi anunciado um novo mecanismo de taxa de câmbio, conhecido como paridade central, que engendrou mais um episódio de desvalorização da moeda chinesa em relação ao dólar. Foi preciso intervir no mercado cambial e intensificar os controles de capitais remanescentes. Meses depois, o PBC passou a adotar uma cesta ponderada de moedas, o índice Sistema de Câmbio Estrangeiro da China.

Dentro desse quadro, também foram analisadas as medidas adotadas pelo governo chinês para controlar a conta capital e proteger a economia doméstica. Para tanto, são utilizados diversos instrumentos como alterações no mercado de câmbio, nas taxas de juros e nas permissões para entrada de investidores estrangeiros. Do mesmo modo, há um controle maior sobre os tipos mais voláteis de capitais, sendo a *China Securities Regulatory Commission* (CSRC) o principal órgão regulatório. Em síntese, a forte atuação Estado e o controle sobre o mercado cambial e os tipos mais voláteis de capital protegem a China da assimetria macroeconômica. Não obstante, falta transparência sobre o real compromisso da China com a liberalização de sua conta capital, o que gera um certo grau de incerteza para os investidores estrangeiros.

No que se refere à assimetria produtiva, observou-se que as exportações são um dos pilares da integração internacional da China. A pauta exportadora chinesa possui um admirável

dinamismo e é composta principalmente por bens de alto valor agregado. Os dados mostraram que a China é o principal país exportador do mundo, sendo os Estados Unidos o principal destino. Os principais produtos exportados em 2023 foram telefones, computadores, circuitos integrados, carros e baterias elétricas. Vê-se, portanto, que a China é importante país exportador mundial, além de importador, sendo pouco afetada pela assimetria produtiva e pelas volatilidades que economias exportadoras de *commodities* estão sujeitas.

Finalmente, a assimetria monetária foi analisada à luz da experiência de internacionalização da moeda chinesa. Antes, é importante lembrar que esta tese preconizou que, além da hierarquia, é preciso analisar o processo de internacionalização de moedas para compreender os impactos da assimetria monetária. Defendeu-se o argumento de que há em curso uma internacionalização com características chinesas, ou seja, a China atua ativamente para promover o maior uso de sua moeda enquanto mantém controles de capital e sobre suas variáveis macroeconômicas. A tese contribuiu com uma análise temporal sobre a internacionalização do RMB, através de uma periodização dividida em três fases, com destaque para as principais ações do governo, como os esquemas *Qualified Foreign Institutional Investor* (QFII) e *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor* (RQFII); a criação dos programas *China Interbank Bond Market* (CIBM) e *Shanghai-Hong Kong Stock Connect*; e os acordos bilaterais de *swaps* cambiais firmados pelo PBC com outros bancos centrais.

No que se pode considerar um avanço na internacionalização do RMB, em 2016, a moeda chinesa passou a integrar a cesta de Direitos Especiais de Saque (*Special Drawing Rights*, cuja sigla em inglês é SDR) do Fundo Monetário Internacional. A China também criou um sistema de pagamentos alinhado com os padrões internacionais, denominado de *Cross-Border Interbank Payments System* (CIPS) e que busca facilitar as transações transfronteiriças denominadas em RMB. Os conflitos recentes entre Rússia e Ucrânia também foram destacados, uma vez que as sanções impostas pelos Estados Unidos abriram o caminho para a utilização da moeda chinesa e do CIPS.

Concluindo, através das evidências empíricas, o RMB está aumentando a sua participação no cenário internacional como moeda veicular, em pagamentos globais, no mercado de financiamento comercial, como moeda utilizada para denominar títulos e depósitos nacionais por entidades estrangeiras, no volume de negócios do mercado de câmbio global e como moeda reserva por outros bancos centrais. Esta conjuntura contribuiu para um reposicionamento do RMB na hierarquia de moedas, apesar de ainda estar abaixo do dólar e das demais moedas centrais. Outro ponto que deve ser trazido à luz é que não há uma

denominação correta para o RMB, visto que não é uma moeda periférica, mas ainda não pode ser considerada uma moeda central, pois apresenta uma conversibilidade limitada.

Por fim, espera-se que esta tese possa contribuir para os estudos das assimetrias geradas pelo SMI contemporâneo, servindo como referência para outros estudos de caso, como por exemplo, o Brasil. As questões e análises levantadas também oferecem um profícuo arcabouço para o entendimento da economia chinesa e do papel de sua moeda. A escolha deste estudo de caso foi devido à importância da China no Sul Global e, como visto, o país consegue caminhar pelas exceções, se diferenciando das demais nações do grupo. Ainda assim, manifesta-se o questionamento sobre os possíveis aprendizados que poderão ser extraídos a partir da experiência chinesa.

A pesquisa se mantém aberta, dada a contemporaneidade deste tema e do surgimento de novos eventos a todo momento. No início de 2025 o debate se tornou acalorado devido aos constantes episódios de “tarifaços” adotados por Donald Trump, o que engendrou um cenário de turbulências e incertezas na geopolítica, bem como o questionamento sobre o quanto a supremacia do dólar – e seu privilégio exorbitante – serão afetados. De fato, há um enfraquecimento da total segurança que pertencia à moeda estadunidense. Essas possibilidades são por enquanto meras induções, uma vez que é difícil afirmar se haverá uma movimentação no SMI capaz de resultar em um mundo multipolar.

Para pesquisas futuras, a intenção é prosseguir com o estudo da internacionalização do RMB, trazendo novos elementos sobre como a moeda digital chinesa (o e-CNY) poderá contribuir para este processo, num mundo avançado tecnologicamente e sob o domínio de uma economia americana trumpista. É preciso reconhecer que a evolução digital dos sistemas de pagamento é inevitável e já está em curso. Ao que tudo indica, o PBC visa posicionar a China estrategicamente para se tornar uma referência tecnológica e financeira, adotando diretrizes em conformidade com a construção de uma infraestrutura transfronteiriça capaz de expandir a utilização do e-CNY. Portanto, ainda há muitos fatores em aberto a serem explorados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aglietta, M. **La Fin des Devises Clés**: essai sur la monnaie internationale. Paris: La Découverte, 1986.

Aglietta, M.; Bai, G. **China's Development**: Capitalism and empire. Londres e Nova York: Routledge, 2013.

Aizenman, J. International Reserves, Exchange rates, and Monetary Policy: From the Trilemma to the Quadrilemma. **Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance**, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190625979.013.313>.

Akyüz, Y. Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust? **South Centre Research Paper**, n. 37, mar. 2011.

Akyüz, Y. External balance sheets of emerging economies: Low-yielding assets, high-yielding liabilities. **PERI Working Papers Series**, n. 475, dez. 2018.

Akyüz, Y. The commodity-finance nexus: twin boom and double whammy. **Journal of Contemporary Economics**, v. 24, n. 1, p. 1–13, 2020.

Allen *et al.* China's Financial System: Opportunities and Challenges. In: Fan, J.; Morck, R. (Eds.). **Capitalizing China**. Chicago: The University of Chicago Press, cap. 2, p. 63-148, 2013.

Alves Jr, A. J.; Filho, F. F.; Paula, L. F. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do Sistema Monetário Internacional: uma abordagem pós-keynesiana. **Revista Economia Contemporânea**, v.4, n. 1, p. 79-106, jan./jun. 2000.

Andrade, L.; Cunha, A. A diplomacia do iuane: breves comentários sobre a internacionalização financeira da China (parte I – aspectos teóricos). **Economia & Tecnologia**, ano 06, v. 23, p. 15-28, out./dez. 2010.

Andrade, R.; Prates, D. Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, n. 3, p. 399-416, 2013.

AREAER. **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022**. Jul. 2023. Disponível em: https://www.elibrary-areaer.imf.org/Documents/YearlyReport/AREAER_2023.pdf>. Acesso em: 31/01/2025.

Asian Investment Infrastructure Bank. **AIIB**, 2024. Disponível em: <https://www.aiib.org/en/about-aiib/index.html>>. Acesso em: 23/12/2024.

Asian Development Bank. The 14th Five-Year Plan of the People's Republic of China: Fostering High-Quality Development. **Observations and Suggestions**, 2021. DOI: <http://dx.doi.org/10.22617/BRF210192-2>

Baffes, J.; Haniotis, T. Placing the 2006/08 Commodity Price Boom into Perspective: Policy Research. **Working Paper**, n. 5371, 2010.

Balmas, P.; Howarth, D. Chinese currency exceptionalism: The curious internationalisation of the renminbi. **The World Economy**, p. 1–27, 2024. <https://doi.org/10.1111/twec.13632>

Banco Mundial. **World Bank national accounts data**, Economic Policy & Debt, National accounts: Growth rates. Disponível em: <<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.MKTP.KD.ZG&country=CHN#>>. Acesso em: 01/07/2025.

Banco Mundial. **World Bank Data**, World Development Indicators. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?end=2023&locations=CN&start=1990>>. Acesso em: 16/05/2025.

Bank for International Settlements. **Data portal**. Disponível em: <https://data.bis.org/topics/CBPOL/data?filter=TIMESPAN%3D2010-12-01_2024-12-31%25EFREQ%3DM%25EREF_AREA_TXT%3DArentina%25CAustralia%25CBrazil%25CCanada%25CChina%25CIndia%25CMexico%25CSouth%2520Africa%25CUnited%2520Kingdom%25CUnited%2520States%25CRussia&data_view=table&rows=REF_AREA&cols=TIME_PERIOD>. Acesso em: 27/06/2025.

Bank for International Settlements. **Locational Banking Statistics**. Disponível em: <https://data.bis.org/topics/LBS/tables-and-dashboards/BIS_LBS_A1.1.0>. Acesso em: 28/06/2025.

Bank for International Settlements. **Triennial Central Bank Survey: OTC foreign exchange turnover in April 2025**. Disponível em: https://www.bis.org/statistics/rpfx25_fx.pdf. Acesso em: 17/10/2025.

Bank for International Settlements. Triennial Survey. **Data set**. Disponível em: <<https://data.bis.org/topics/DER/data>>. Acesso em: 03/02/2025.

Bank for International Settlements. Central bank digital currencies for cross-border payments. **Report to the G20**, jul. 2021. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/othp38.pdf>>. Acesso em: 18/10/2025.

Belfrage, C.; Jäger, J.; Kaltenbrunner, A. **Currency internationalization**. Analyzing the Integration of Brazilian Financial Markets, p. 4-60, jun. 2016.

Beluzzo, L. G. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. **Economia e Sociedade**, v. 4, n. 1, p. 11-20, 1995.

Biancarelli, A. M. Brazil, developing economies and private international capital flows: the (new) challenges in the post-crisis scenario. In: **Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM): 'From crisis to growth? The challenge of imbalances, debt, and limited resources'**, 15., Berlim, out. 2011.

Boaventura, A.; Moraes, I.; De Conti, B. A moeda digital chinesa: um confronto com o poder estrutural do dólar? **Revista Conjuntura Austral**, v. 14, n. 65, jan./mar. 2023.

Boaventura, A. **A digitalização da moeda chinesa e suas consequências para a hierarquia monetária internacional**. 2024.162 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política

Internacional) – Programa de Pós-graduação em Economia Política Internacional, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

Bonizzi, B. Financialization in Developing and Emerging Countries: A Survey. **International Journal of Political Economy**, v. 42, n. 4, p. 83-107, 2014.

Bonizzi, B. An Alternative Post-Keynesian Framework for Understanding Capital Flows to Emerging Markets. **Journal of Economic Issues**, v. 51, n.1, p. 137-162, 2017.

Bonizzi, B.; Kaltenbrunner, A.; Powell, J. Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies. In: Mader, P.; Mertens, D.; Zwan, N. (Eds.). **The Routledge International Handbook of Financialization**. Oxon; Nova York: Routledge, 2020.

Bortz, P. G.; Kaltenbrunner, A. The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. International Institute of Social Studies. **Development and Change**, v. 49, n. 2, p. 375–393, 2017.

Bresser-Pereira, L. C.; Oreiro, J. L.; Marconi, N. **Developmental Macroeconomics as a Growth Strategy**. Abington: Routledge, 2015.

Brunnermeier, M.; Sockin, M.; Xiong, W. China's Model of Managing the Financial System. **Review of Economic Studies**, n. 89, p. 3115–3153, 2022. DOI: 10.1093/restud/rdab098

Bryanski, G. At BRICS summit, Russia to push to end dollar dominance. **Reuters**, Londres, 16 out. 2024. Disponível em: < <https://www.reuters.com/world/brics-summit-russia-push-end-dollar-dominance-2024-10-16/>>. Acesso em: 22/01/2025.

Burlamaqui, L. As finanças globais e o desenvolvimento financeiro chinês: um modelo de governança financeira global conduzido pelo Estado. In: Cintra, M. A.; Filho, E. B.; Pinto, E. C. (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), cap. 6, p. 277-334, 2015.

Calvo, G.; Reinhart, C. Fear of floating. **NBER Working Paper**, n. 7.993, nov. 2000.

Carneiro, R. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, n. 13, p. 57-92, dez. 1999.

Carneiro, R. Globalização e Inconvertibilidade Monetária. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 4 (112), p. 539-556, out./dez. 2008.

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

Carrera, J. El papel de la financierización en la dinámica de los precios de los productos básicos. In: Abeles, M.; Caldentey, E. P.; Valdecantos, S. (Eds.). **Estudios sobre financierización en América Latina**. Santiago: Naciones Unidas (CEPAL), cap. 7. p. 227-270, 2018.

Carvalho, F. C. A Não-Neutralidade da Moeda em Economias Monetárias de Produção: A Moeda nos Modelos P6s-Keynesianos. **Estudos Econômicos**, v. 21, n. 1, p. 11-40, jan./abr. 1991.

Carvalho, F. C. **Mr Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy**. Cheltenham: Edward Elgar Pub, 1992.

Carvalho, F. C. Bretton Woods aos 60 anos. **Novos Estudos CEBRAP**, n. 70, p. 51-63, mai. 2004.

Carvalho, F. C. The Accumulation of International Reserves as a Defense Strategy. In: Griffith-Jones, S.; Ocampo, J. A.; Stiglitz, J. E. (Eds). **Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis**. Nova York: Oxford University Press Inc., cap. 15, p. 269-288, 2010.

Carvalho, F. C. **Liquidity Preference and Monetary Economies: Essays in Monetary Economics in the Tradition of John Maynard Keynes**. Londres: Routledge, 2015.

Carvalho, F. C. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda. 2015.

Chen, L.; Tang, Z. China to create powerful financial watchdog run by Communist Party. **Reuters**, Londres, 16 mar. 2023. Disponível em: < <https://www.reuters.com/world/china/china-create-powerful-financial-watchdog-run-by-communist-party-2023-03-16/>>. Acesso em: 13 set. 2024.

Chesnais, F. Introdução geral. In: Chesnais, F. (Coord.) **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. 1ª edição em português. São Paulo: Xamã Editora, cap. 1, p. 11-34, 1998.

Cheung, Y. The Role of Offshore Financial Centers in the Process of Renminbi Internationalization. In: Eichengreen, B.; Kawai, M. (Eds). **Renminbi Internationalization: Achievements, Prospects, and Challenges**. Tóquio, Asian Development Bank Institute; Washington, Brookings Institution Press, cap. 7, p. 207-235, 2015.

China Construction Bank. **Renminbi Internationalisation Report 2021: RMB pushes forward amid disruptions**. 2021. Disponível em: http://www2.ccb.com/cn/ccbtoday/news/upload/20211022_1634866375/20211022092955802527.pdf. Acesso em: 05/02/2025.

China Construction Bank. **Renminbi Internationalisation Report 2024: RMB internationalisation gains strong momentum despite uncertainties**. Disponível em: < <https://reports.tabinsights.com/uploads/2024-RMB-Internationalisation-Report-compressed.pdf>>. Acesso em: 15/02/2025.

China Foreign Exchange Trade System. **RMB market members**, dez. 2024. Disponível em: < <https://www.chinamoney.com.cn/english/mdtmbrmm/>>. Acesso em: 22/12/2014.

China Foreign Exchange Trade System. **RMB/FX Swap Quotes**, dez. 2024. Disponível em: < <https://www.chinamoney.com.cn/english/mdtqapswp/>>. Acesso em: 22/12/2014.

China Global Investment Tracker. **American Enterprise Institute**. Disponível em: <<https://www.aei.org/china-global-investment-tracker/>>. Acesso em: 03/07/2025.

Chinn, M.; Frankel, J. Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency? In: Clarida, R. (Ed). **G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment**. Chicago, Londres: University of Chicago Press, cap. 8, p. 285-323, 2007.

Chinn, M.; Ito, H. A New Measure of Financial Openness. **Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice**, v. 10, n. 3, p. 309-322, mai. 2007. DOI: 10.1080/13876980802231123.

Cintra, M. A.; Filho, E. B. O sistema financeiro chinês: a grande muralha. In: Cintra, M. A.; Filho, E. B.; Pinto, E. C. (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), cap. 9, p. 425-492, 2015.

Cintra, M. A.; Pinto, E. China em transformação: transição e estratégias de desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, v. 37, n. 2 (147), p. 381-400, abr./jun. 2017.

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

Cohen, B. **The Geography of Money**. Nova York: Cornell University Press. 1998.

Cohen, B. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. **Open Economies Review**, v. 23, n. 1, p. 13-31, 2012. DOI 10.1007/s11079-011-9216-2.

Cohen, B. Will History Repeat Itself? Lessons for the Yuan. In: Eichengreen, B.; Kawai, M. (Eds). **Renminbi Internationalization: Achievements, Prospects, and Challenges**. Tóquio, Asian Development Bank Institute; Washington, Brookings Institution Press, cap. 2, p. 27-52, 2015.

Cohen, B. **Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition**. Chicago e Londres: The University of Chicago Press, 2019.

Cohen, B.; Benney, T. What does the international currency system really look like? **Review of International Political Economy**, v. 21, n. 5, 2013. DOI: 10.1080/09692290.2013.830980.

Cubero, M. C.; Mendonça, A. R. Transformação econômica na China: o papel do crédito bancário. **Economia e Sociedade**, v. 33, n. 3(82), 2024.

Davidson, P. Why Money Matters: Lessons from a Half-Century of Monetary Theory. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 1, n. 1, p. 46-70, 1978.

De Conti, B. **Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas**. 2011. 216 f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas.

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

De Conti, B.; Prates, D. The international monetary system hierarchy: current configuration and determinants. **Texto para discussão (IE/UNICAMP)**, n. 335, abr. 2018.

De Conti, B. Central Bank Digital Currencies and the Evolving International Payment System. **G-24 Policy Brief**, n. 82, abr. 2025. <https://g24.org/wp-content/uploads/2025/05/G-24-Policy-Brief-No.-82.pdf>

Demir, F. The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries. **Review of Radical Political Economics**, v. 39, n. 3, p. 351-359, 2007.

Deos, S. S. Sistema bancário chinês: evolução e internacionalização recente. In: Cintra, M. A.; Filho, E. B.; Pinto, E. C. (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), cap. 8, p. 391-424, 2015.

Deus, L.; De Conti, B.; Terra, F. O banco dos BRICS e sua potencial influência sobre as assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Geosul**, v. 34, n. 70, p. 13-33, jan./abr. 2019.

Dornelas, L. Renminbi liquidity arrangement between China and Bank for International Settlements and the International Monetary and Financial System. **Revista Conjuntura Austral**, v. 15, n. 71, jul./set. 2024. DOI: <https://doi.org/10.22456/2178-8839.140513>

Dourado, F.; Mollo, M. L. Globalização financeira, Neoliberalismo e Desigualdade entre Países: uma interpretação heterodoxa. In: Feijó, C.; Araújo, E. (Org.). **Macroeconomia Moderna: Lições de Keynes para economias em desenvolvimento**. Rio de Janeiro, São Paulo: Elsevier Editora Ltda., cap. 14, p. 189-198, 2019.

Dow, S. Endogenous money: structuralist. In: Arestis, P.; Sawyer, M. (Eds). **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, 2006, cap. 3, p. 35-51.

Eichengreen, B. Sterling's past, dollar's future: historical perspectives on reserve currency competition. **NBER Working Paper Series**, n. 11336, 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11336>>.

Eichengreen, B. **Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar**. Nova York: Oxford University Press Inc., 2011.

Eichengreen, B. The renminbi as an international currency. **Journal of Policy Modeling**, v. 33, n. 5, p. 723-730, set./out. 2011. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2011.07.004>

Eichengreen, B. Sanctions, SWIFT, and China's Cross-Border Interbank Payments System. **The Marshall Papers**, CSIS Briefs, mai. 2022.

Eichengreen, B.; Hausmann, R. Exchange rates and financial fragility. **NBER Working Paper Series**, n. 7418, nov. 1999.

Eichengreen, B.; Hausmann, R.; Panizza, U. **Original Sin**: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption. Artigo apresentado na conferência Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin, Inter-American Development Bank, Washington, nov. 2002.

Eichengreen, B.; Kawai, M. Issues for Renminbi Internationalization: An Overview. **ADB Working Paper Series**, n. 454, jan. 2014.

Flassbeck, H. The exchange rate: economic policy tool or market price? UNCTAD, **Discussion Papers**, n. 157, nov. 2001.

Frankel, J. Internationalization of the RMB and Historical Precedents. **Journal of Economic Integration**, v. 27, n. 3, p. 329-365, ago. 2012.

Freitas, H.; Borghi, R. A. Investimento Estrangeiro Direto da China no Brasil: um estudo de setores selecionados. **Economia e Sociedade**, v. 33, n. 3 (82), 2024.

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

Fritz, B.; Paula, L. F.; Prates, B. Developmentalism at the periphery: addressing global financial asymmetries. **Third World Quarterly**, mar. 2022. DOI: 10.1080/01436597.2021.1989299

Fundo Monetário Internacional. **International Financial Statistics**.

Fundo Monetário Internacional. **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022**. Monetary and Capital Markets Department. Washington, DC: IMF, jul. 2023. DOI: <https://doi.org/10.5089/9798400235269.012>.

Fundo Monetário Internacional. **Statistics Department**, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). Disponível em: <<https://data.imf.org/en/datasets/IMF.STA:COFER>>. Acesso em: 03/02/2025.

Fundo Monetário Internacional. **World Economic Outlook Database**: Legacies, Clouds, Uncertainties, out. 2014. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Legacies-Clouds-Uncertainties>>. Acesso em: 13/01/2025.

Fundo Monetário Internacional. **World Economic Outlook Database**: A Critical Juncture amid Policy Shifts, abr. 2025. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/04/22/world-economic-outlook-april-2025>>. Acesso em: 02/07/2025.

Gao, H. The role of China in the international financial system. **Oxford Review of Economic Policy**, n. 39, p. 231–244. 2023. DOI: <https://doi.org/10.1093/oxrep/grad002system>

Global Financial Centres Index. **Edição n. 35**, mar. 2024. Disponível em: <https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_35_Report_2024.03.21_v1.0.pdf> Acesso em: 31/08/2024.

Goldberg, L.; Tille, C. Vehicle currency use in international trade. **Journal of International Economics**, n. 76, p. 177–192, 2008.

Gourinchas, P. The Dollar Hegemon?: Evidence and Implications for Policy Makers. **6th Asian Monetary Policy Forum**, Singapura, mai. 2019.

Haldane, A. The big fish small pond problem. **Discurso: New Economic Thinking Annual Conference**. Bretton Woods, New Hampshire, abr. 2011. Disponível em: <https://www.bis.org/review/r110413a.pdf>.

Hanemann, T.; Witzke, M.; Yu, Y. Cutting Through the Fog: FDI in China Since COVID-19. **Rhodium Group**, dez. 2022. Disponível em: <https://rhg.com/research/cutting-through-the-fog/>. Acesso em: 15/10/2024.

He, A. Domestic sources and RMB internationalization: a unique journey to a major global currency. **CIGI Papers**, n. 67, mai. 2015.

Helleiner, E. **States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s**. Nova York: Cornell University Press, 1994.

Helleiner, E. Political Determinants of International Currencies: What Future for the US Dollar? **Review of International Political Economy**, v. 15, n. 3, p. 354-378, ago. 2008.

Helleiner, E.; Kirshner, J. **The Future of the Dollar: Whither the Key Currency?** In: Helleiner, E.; Kirshner, J. (Eds). **The Future of The Dollar**. Nova York: Cornell University Press, 2011, cap. 1, p. 1-23.

Hong Kong Monetary Authority. **Annual Report**, 2023. Disponível em: <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/annual-report/2023/AR2023_E.pdf>. Acesso em: 10/02/2025.

Huang, H. Institutional structure of financial regulation in China: lessons from the global financial crisis. **Journal of Corporate Law Studies**, v. 10, parte 1, p. 219-254, abr. 2010.

Huang, Y.; Wang, D.; Fan, G. Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications. **ADB Working Paper Series**, n. 482, mai. 2014.

International Monetary Institute. RMB Internationalization Report 2021: The New Development Pattern of Dual Circulation and Currency Internationalization. **Research Report**, n. 2101, jul. 2021. Disponível em: <<http://www.imi.ruc.edu.cn/docs//2021-09/b5c9171110ed4d2ea06d8cb1e2ff1621.pdf>>. Acesso em: 08/03/2025.

Ito, H.; Chinn, M. Notes on The Chinn-Ito Financial Openness Index: 2021 Update. **The Chinn-Ito Index: A de jure measure of financial openness**, nov. 2023. Disponível em: <https://web.pdx.edu/~ito/Readme_kaopen2021.pdf>. Acesso em: 25/11/2024.

Jabbour, E. **Projeto nacional, desenvolvimento e socialismo de mercado na China de hoje**. 2010. 389 f. Tese (Doutorado em Geografia Humana) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Departamento de Geografia, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Jabbour, E.; Paula, L. F. Socialization of Investment and Institutional Changes in China: A Heterodoxy Approach. **Forum for Social Economics**, jul. 2020. DOI: 10.1080/07360932.2020.1747517

Kaldor, N. **The Scourge of Monetarism**. Oxford: Oxford University Press, 1982.

Kaltenbrunner, A. Currency **Internationalisation and Exchange Rate Dynamics in Emerging Markets: A Post Keynesian Analysis of Brazil**. 2011. 394 f. Tese (Doutorado em Economia) - School of Oriental and African Studies (SOAS), Universidade de Londres, Londres.

Kaltenbrunner, A. A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach. **Journal of Post Keynesian Economics**, n. 38, p. 426–448, 2015.

Kaltenbrunner, A.; Paineira, J. P. Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. **New Political Economy**, 2017.

Kenen, P. The Role of the Dollar as an International Currency. **Occasional Papers (Group of thirty)**, n. 13, 1983.

Kenen, P. **Currency Internationalization: An Overview**. Article presented at Bank of Korea and BIS Seminar on Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific, Seoul, South Korea. 2009.

Keynes, J. M. **A tract on monetary reform**. Londres: Macmillan and Co., 1923.

Keynes, J. M. Problems of International Management – III: The Problem of National Autonomy. In: Keynes, J. M. **A Treatise on Money** (Vol. II). Primeira publicação: 1930. Cambridge: Cambridge University Press, cap. 36, p. 270-303, 2013.

Keynes, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Introdução: Paul Krugman. Primeira publicação: Londres, 1936. Londres: Palgrave Macmillan, 2018.

Knapp, G. F. **The state theory of money**. Londres: Macmillan & Company Limited, 1924.

Kregel, J. Financial Liberalization and Domestic Policy Space: Theory and Practice with Reference to Latin America. In: Arestis, P.; Paula, L. F. (Eds). **Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries**. Hampshire, Nova York: Palgrave Macmillan, 2008, cap. 2, p. 9-25.

Krugman, P. Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 12, n. 3, p. 513-526, ago. 1980.

Krugman, P. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect. In: Bilson, J. F.; Marston, R. C. (Eds). **Exchange Rate Theory and Practice**. Chicago: University of Chicago Press, cap. 8, p. 261-278, 1984.

Kumar, A.; Rosenbach, E. Could China's Digital Currency Unseat the Dollar? American Economic and Geopolitical Power Is at Stake. **Foreign Affairs**, Nova York, 20 mai. 2020. Disponível em: <<https://www.foreignaffairs.com/articles/china/2020-05-20/could-chinas-digital-currency-unseat-dollar>>. Acesso em 31/03/2025.

Kwon, E. China's Monetary Power: Internationalization of the Renminbi. **Pacific Focus**, v. 30, n. 1, p. 78-102, abr. 2015. DOI: 10.1111/pafo.12038.

Lago, I. M.; Duttgupta, R.; Goyal, R. The Debate on the International Monetary System. **IMF Staff Position Note**, v. 9, n. 26, nov. 2009.

Leão, R. P. **O padrão de acumulação e o desenvolvimento econômico da China nas últimas três décadas: uma interpretação**. 2010. 201 f. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) – Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas.

Leão, R. P. A Economia Política da Transição Chinesa no Último Quartel do Século XX. **Revista Tempo do Mundo**, v. 4, n. 3, p. 153-177, 2012.

Lane, P. R.; Milesi-Ferretti, G. M. International Financial Integration. **IMF Working Paper**, v. 3, n. 86, abr. 2003.

Lavoie, M. Endogenous money: accommodationist. In: Arestis, P.; Sawyer, M. (Eds.). **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, cap. 2, p. 17-34, 2006.

Leal, J. Financeirização e seus impactos na dinâmica econômica dos países em desenvolvimento. **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 16, n. 29, p. 77-103, mai./ago. 2022. Disponível em: <<https://www.cadernosdodesenvolvimento.org.br/cdes/article/view/530/pdf>>.

Leal, J. Expansão do BRICS e as possíveis vantagens para a China. **Jornal GGN: o jornal de todos os Brasis**, São Paulo, 01 set. 2023. Disponível em: <<https://jornalggm.com.br/brics/expansao-do-brics-e-as-possiveis-vantagens-para-a-china/>>. Acesso em: 22/01/2025.

Li, Y. The Impact of the Belt and Road Initiative on RMB Internationalization and Development Strategies for Mutual Benefit. **Advances in Economics, Business and Management Research**, v. 146, p. 55-58, 2019.

Liao, S.; McDowell, D. No Reservations: International Order and Demand for the Renminbi as a Reserve Currency. **International Studies Quarterly**, v. 60, n. 2, 2016.

Loeb, T. The global RMB is coming. **Here's why**. **Business & Technology**, Nova York, 15 abr. 2021. Disponível em: <<https://thechinaproject.com/2021/04/15/the-global-rmb-is-coming-heres-why/>>. Acesso em: 23/01/2025.

Ma, J.; He, X. China's interest rate liberalization. In: Amstad, M.; Sun, G.; Xiong, W. (Eds.). **The handbook of China's financial system**. Nova Jersey, Oxfordshire: Princeton University Press, cap. 4, p. 87-104, 2020.

Machado, P. L.; Paula, L. F. Financialization, credit rating agencies, and “policy space”: the Brazilian experience. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 43, n. 4, p. 853-873, out./dez. 2023.

Marques, T. C.; Schutte, G. R. A dinâmica do Investimento Externo Direto na China: uma análise do planejamento e desenvolvimento pós-abertura. **Economia e Sociedade**, v. 33, n. 3 (82), 2024.

Maziad *et al.* Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards. **IMF Staff Discussion Note**, out. 2011.

Mayer, J. The Growing Interdependence between Financial and Commodity Markets. **UNCTAD Discussion Papers**, n. 195, out. 2009.

McCauley, R. Renminbi internationalisation and China’s financial development. **BIS Quarterly Review**, p. 41-56, dez. 2011.

Medeiros, C. A. Economia e política do desenvolvimento recente na China. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 3 (75), p. 496-516, jul.-set. 1999.

Medeiros, C. A. Padrões de investimento, mudança institucional e transformação estrutural na economia chinesa. In: Bielschowsky, R. (Org.). **Padrões de desenvolvimento econômico (1950–2008): América Latina, Ásia e Rússia**. Volume 2. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos (CGEE), cap. 9, p. 435-490, 2013.

Medeiros, C. A.; Gouveia, E. The “new normal” of the Chinese economy. **Economia e Sociedade**, v. 33, n. 3(82), 2024.

Mendonça, A. R. Sistema financeiro chinês: conformação, transformações e controle. In: Cintra, M. A.; Filho, E. B.; Pinto, E. C. (Org.). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), cap. 7, p. 335-390, 2015.

Miao, Y.; Deng, T. China’s Capital Account Liberalization: A Ruby Jubilee and Beyond. In: Amstad, M.; Sun, G.; Xiong, W. (Eds.). **The handbook of China’s financial system**. Nova Jersey, Oxfordshire: Princeton University Press, cap. 10, p. 252-282, 2020.

Ministério das Relações Exteriores. XVI Cúpula do BRICS – Kazan, Rússia, 22 a 24 de outubro de 2024 – Declaração Final. **Nota à Imprensa**, n. 505, out. 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/mre/pt-br/canais_atendimento/imprensa/notas-a-imprensa/xvi-cupula-do-brics-2013-kazan-russia-22-a-24-de-outubro-de-2024-declaracao-final>. Acesso em: 22/01/2025.

Ministério das Relações Exteriores. Fortalecendo a Cooperação do Sul Global para uma Governança mais Inclusiva e Sustentável. **Nota à Imprensa**, n. 298, jul. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/mre/pt-br/canais_atendimento/imprensa/notas-a-imprensa/declaracao-de-lideres-do-brics-2014-rio-de-janeiro-06-de-julho-de-2025>. Acesso em: 18/10/2025.

Minsky, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. Prefácio de Henry Kaufman. Primeira publicação: New Haven, 1986. New Haven: Yale University Press, 2008.

Minsky, H. **Can “it” happen again?** Essays on Instability and Finance. Prefácio de Jan Toporowski. Primeira publicação: Londres, 1982. Oxon e Nova York: Routledge, 2016.

Monteiro Neto, A. Dilemas do desenvolvimento na China: crescimento acelerado e disparidades regionais (da Revolução Comunista à Globalização). **Texto para Discussão IPEA**, n. 1.126, out. 2005.

Moore, B. J. **Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money**. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

Mühlich, L.; Fritz, B.; Kring, W. No one left behind? Assessing the Global Financial Safety Net Performance during COVID-19. **Journal of Globalization and Development**, set. 2022.

Nakamura, A.; Ueda, K.; Matsui, K. The Internationalization of Emerging Economy Currencies: Some Thoughts on the Internationalization of the Chinese Renminbi, Brazilian Real, and Russian Ruble. **International Economic and Financial Review**, n. 2, out. 2012.

National Bureau of Statistics of China. **National data**. Disponível em: < <https://data.stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=C01>>. Acesso em: 21/10/2024.

National Bureau of Statistics of China. **National data**. Disponível em: < <https://data.stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=B01>>. Acesso em: 23/05/2025.

National Development and Reform Commission. Foreign Investment Law of the People's Republic of China. **Segunda sessão do 13º Congresso Nacional do Povo**, n. 26, 15 de março de 2019. Disponível em: https://en.ndrc.gov.cn/policies/202105/t20210527_1281403.html. Acesso em: 04/01/2025.

National Development and Reform Commission. The 13th Five-Year Plan: for economic and social development of the People's Republic of China (2016-2020). **Central Compilation & Translation Press**, 2016. Disponível em: < <https://en.ndrc.gov.cn/policies/202105/P020210527785800103339.pdf>>. Acesso em: 24/10/2024.

Naughton, B. **The Chinese Economy: Transitions and Growth**. Massachusetts: MIT Press, 2007.

Noije, P.; De Conti, B.; Zucker-Marques, M. China: capital flight or renminbi internationalization? **Review of Keynesian Economics**, v. 9, n. 4, p. 552–574, 2021.

Observatory of Economic Complexity. Exportações da China por valor comercial. **OEC historical data**, 2023. Disponível em: <https://oec.world/en/profile/country/chn?selector345id=2023&selector1879id=percentage&selector359id=HS4>. Acesso em: 02/07/2025.

Observatory of Economic Complexity. Índice de Complexidade Econômica. **OEC historical data**, 2023. Disponível em: < <https://oec.world/en/profile/country/chn#bespoke-title-453>>. Acesso em: 25/08/2025.

Obstfeld, M. Trilemmas and tradeoffs: living with financial globalisation. **BIS Working Papers**, n. 480, jan. 2015.

Ocampo, J. A. International asymmetries and the design of the international financial system. CEPAL, **Temas de coyuntura**, n. 15, abr. 2001.

Ocampo, J. A. Balance of Payments Dominance: Its Implications for Macroeconomic Policy. Initiative for Policy Dialogue (IPD), **Working Paper Series**, out. 2013.

Organização das Nações Unidas. Forging a Global South. **United Nations Day for South-South Cooperation**, United Nations Development Programme, dez. 2004.

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

Pacific Exchange Rate Service. Taxa nominal de câmbio. **Database Retrieval System**, v. 2.15. Disponível em: <https://fx.sauder.ubc.ca/fxdata.php>. Acesso em: 19/11/2024.

Pao, J. China media goads Russia to use CIPS over SWIFT. *Asia Times*, Richmond, 01 mar. 2022. Disponível em: < <https://asiatimes.com/2022/03/china-media-goads-russia-to-use-cips-over-swift/#>>. Acesso em: 07/03/2025.

Papaianou, E.; Portes, R. Costs and benefits of running an international currency. **Economic Papers**, n. 348, nov. 2008.

Park, H. China's RMB Internationalization Strategy: Its Rationales, State of Play, Prospects and Implications. **M-RCBG Associate Working Paper Series**, n. 63, ago. 2016.

Paula, L. F. Dinâmica da Firma Bancária: uma Abordagem Não-convencional. *Revista Brasileira de Economia*, v. 53, n. 3, fev. 1999.

Paula, L. F. **Financial Liberalization and Economic Performance: Brazil at the crossroads**. Londres e Nova York: Routledge, 2011.

Paula, L. F.; Fritz, B.; Prates, D. M. Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 40, n. 2, p. 183-202, mai. 2017. DOI: 10.1080/01603477.2016.1252267.

Paula, L. F.; Fritz, B.; Prates, D. The metamorphosis of external vulnerability from 'original sin' to 'original sin redux': Currency hierarchy and financial globalisation in emerging economies. **Review of International Political Economy**, jul. 2024.

Paula, L. F.; Leal, J.; Ferreira, M. Financial subordination of peripheral emerging economies: a Keynesian–Structuralist approach. **Review of Keynesian Economics**, v. 12, n. 1, p. 94–117, 2024.

People's Bank of China. China Financial Stability Report. **Financial Stability Analysis Group of the People's Bank of China**, 2023. Disponível em: <

<http://www.pbc.gov.cn/en/3688235/3688414/3710021/4756457/5456682/2024091016085420990.pdf>>. Acesso em: 15/06/2025.

People's Bank of China. e-CNY International Operation Center Officially Launched in Shanghai. **News & Events**, Press Releases, 25 set. 2025. Disponível em: <<http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/5552468/5855057/index.html>>. Acesso em: 20/10/2025.

People's Bank of China. Measures for Further Opening Up the Financial Sector. **Financial Market Openness**, 22 jul. 2019. Disponível em: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3688660/3863256/index.html>. Acesso em: 24/01/2025.

People's Bank of China. Optimize the Swap Connect Scheme to Advance High-level Opening-up of China's Financial Markets. **Financial Market Openness**, 13 mai. 2024. Disponível em: <<http://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3688660/5356319/index.html>>. Acesso em: 24/01/2025.

People's Bank of China. Progress of Research & Development of E-CNY in China. **Working Group on E-CNY Research and Development of the People's Bank of China**, jul. 2021. Disponível em: <<http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4293696/2021071614584691871.pdf>>. Acesso em: 05/03/2015.

People's Bank of China. **Statistics**, Data (2019-2024), Aggregate Financing to the Real Economy. Disponível em: <<http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/index.html>>. Acesso em: 20/05/2025.

Peruffo, L.; Cunha, A.; Haines, A. A moeda digital chinesa e o futuro do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 26: p. 1-25, 2022. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/198055272611>

Petrella, R. Globalization and internationalization: the dynamics of the emerging world order. In: Boyer, R.; Drache, D. (Ed.). **States against markets: the limits of globalization**. Londres e Nova York: Routledge. Cap. 2, p. 45-61, 1996.

Prasad, E. China's efforts to expand the international use of the Renminbi. **U.S.-China Economic and Security Review Commission**, fev. 2016.

Prates, D. **Crises financeiras dos países “emergentes”**: uma interpretação heterodoxa. 2002. 206 f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Unicamp, Campinas.

Prates, D. M. As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. **Revista Economia Contemporânea**, v. 9, n. 2, p. 263-288, mai./ago. 2005.

Prates, D. M.; Fritz, B.; Paula, L. F. Frontier-market economies as a new group of the financial periphery: patterns and transmission channels of global shocks. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, v. 20, n. 2, p. 282–298, 2023. DOI: 10.4337/ejeep.2023.0106.

Prebisch, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus principais problemas, In: Bielschowsky, R. (Org.). **Cinquenta anos de pensamento na CEPAL**. Trad. Vera Ribeiro. Rio de Janeiro: CEPAL/COFECON/Record, v.1, p. 69-136, 1949[2000].

Resende, M. F. Taxa de Câmbio na Perspectiva Pós-Keynesiana. In: Feijó, C.; Araújo, E. (Org.). **Macroeconomia Moderna: Lições de Keynes para economias em desenvolvimento**. Rio de Janeiro, São Paulo: Elsevier Editora Ltda. Cap. 9, p. 113-126, 2019.

Rey, H. International Trade and Currency Exchange. **The Review of Economic Studies**, v. 68, n. 2, p. 443-464, abr. 2001.

Rey, H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence” **London Business School**, CEPR e NBER, ago. 2013.

Rodrik, D. **The Globalization Paradox: Why global markets, states, and democracy can't coexist?** Oxford: Oxford University Press, 2011.

Saich, T. **Governance and Politics of China**. Hampshire e Nova York: Palgrave MacMillan, 2ª edição, 2004.

Shi, Y. Is China financialised? The significance of two historic transformations of Chinese finance. *New Political Economy*, p. 1-16, 2023. <https://doi.org/10.1080/13563467.2023.2253158>

Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. RMB Tracker. **Document Centre**. Disponível em: <https://www.swift.com/products/rmb-tracker>. Acesso em: 17/10/2025.

Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency. **Document Centre**, set. 2025. Disponível em: <<https://www.swift.com/products/renminbi-tracker/document-centre>>. Acesso em: 17/10/2025.

Sousa, A. T. A internacionalização do renminbi como um meio de contestação. **Desafios**, n. 32, v. 1, p. 1-30, 2020. DOI: <http://dx.doi.org/10.12804/revistas.urosario.edu.co/desafios/a.7688>

State Administration of Foreign Exchange. **Dados e estatísticas**, séries temporais da Posição de Investimento Internacional da China. Disponível em: <<https://www.safe.gov.cn/en/2018/0928/1459.html>>. Acesso em: 03/07/2025.

Stiglitz, J. E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. **World Development**, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.

Strange, S. The Politics of International Currencies. **World Politics**, v. 23, n. 2, p. 215-231, jan. 1971.

Studart, R. Integrating uneven partners: the destabilizing effects of financial liberalization and internationalization of Latin American economies. In: Vernengo, M. (Ed.). **Monetary Integration And Dollarization: No Panacea**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2006, cap. 9, p. 176-197.

Sun, G. Banking Institutions and Banking Regulations. In: Amstad, M.; Sun, G.; Xiong, W. (Eds.). **The handbook of China's financial system**. Nova Jersey, Oxfordshire: Princeton University Press, cap. 1, p. 9-37, 2020.

Sun, J. The Impact of Globalization on Chinese Economy. **SHS Web of Conferences**, v. 193, 2024. <https://doi.org/10.1051/shsconf/202419301014>

Suqing, Y. China's Economic Evolution: From WTO Accession to Global Leadership. **Pacific International Journal**, v. 7, n. 1, 2024. DOI: 10.55014/pij.v7i1.521

Sussangkarn, C. The Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development and Outlook. **ADB Working Paper**, n. 230, jul. 2010.

Tavlas, G. The International Use of Currencies: The U.S. Dollar and the Euro. **Finance & Development**, v. 35, n. 2, jun. 1998. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/tavlas.htm>

Tcherneva, P. Chartalism and the tax-driven approach to money. In: Arestis, P.; Sawyer, M. (Eds.). **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, cap. 5, p. 69-86, 2006.

Teixeira, A. “O Império contra-ataca”: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana. **Economia e Sociedade**, n. 15, p.1-13, dez. 2000.

The Asian Banker. **Renminbi Internationalisation Report 2021: RMB pushes forward amid disruptions**. 2021. Disponível em: http://www2.ccb.com.cn/ccbtoday/news/upload/20211022_1634866375/20211022092955802527.pdf. Acesso em: 05/02/2025.

The Asian Banker. **Renminbi Internationalisation Report 2024: RMB internationalisation gains strong momentum despite uncertainties**. Disponível em: <https://reports.tabinsights.com/uploads/2024-RMB-Internationalisation-Report-compressed.pdf>>. Acesso em: 15/02/2025.

Thimann, C. Global roles of currencies. **Working Paper Series**, n. 1.031, mar. 2009.

Tobin, D.; Volz, U. The Development and Transformation of the People's Republic of China's Financial System. **ADB Working Paper Series**, n. 825, mar. 2018.

Torres Filho, E.; Pose, M. A internacionalização da moeda chinesa: disputa hegemônica ou estratégia defensiva? **Revista de Economia Contemporânea**, v. 22, n. 1, p. 1-23, 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/198055272215>.

UNCTAD. Foreign direct investment: Inward and outward flows and stock. **UNCTAD statistical portal**, ago. 2024. Disponível em: <https://unctadstat.unctad.org/datacentre/dataviewer/US.FdiFlowsStock>. Acesso em 17/10/2014.

Vadell, J.; Secches, D.; Burger, M. De la globalización a la interconectividad: reconfiguración espacial en la iniciativa Belt & Road e implicaciones para el Sur Global. **Revista Transporte y Territorio**, n. 21, p. 44-67, jul./dez. 2019.

Weber, I. M. **How China Escaped Shock Therapy: The Market Reform Debate**. Oxon: Routledge, 2021.

Wray, L. R. **Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems**. Londres: Palgrave Macmillan, 2ª edição, 2015.

Xiaochuan, Z. Reform the international monetary system. **BIS Review**, n. 41, 2009. Disponível em: <<https://www.bis.org/review/r090402c.pdf>>. Acesso em: 02/01/2025.

Xie, F.; Kuang, X.; Li, Z. Financialisation of developing and emerging economies and China's experience: how China resists financialisation. *Cambridge Journal of Economics*, p.1-22, 2022. <https://doi.org/10.1093/cje/beac037>

Zöllner, P. **The renminbi in the SDR basket and its future role in the international financial system**. Artigo apresentado no MEFMI Governors' Forum. Jun. 2016.

Zonenschain, C. N. **O caso chinês na perspectiva do “catch-up” e das instituições substitutas**. 2006. 157 f. Tese (Doutorado em Ciências Sociais) – Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

Zucker-Marques, M. Financial statecraft and transaction costs: the case of renminbi internationalization. **Discussion Paper**, School of Business & Economics, set. 2021.