

A DINÂMICA DA SUCESSÃO DE MOEDAS NO SÉCULO XXI – UM CASO DE LIDERANÇA FINANCEIRA CHINESA?

Gustavo de Moraes¹
Leonardo Giacomini²

Introdução

Desde a Revolução Industrial, a história do mundo mudou em aspectos infinitos. A Idade Média foi marcada por um período de baixo crescimento e quase nenhuma divisão de mão-de-obra. O comércio de longa distância e a ascensão de uma produção empresarial guiada pelo mercado definiram o avanço do sistema capitalista. A autonomia dos governos locais e sua relação com o rei e as empresas seriam fundamentais, não apenas para a Europa, mas como exemplo-quadro para outras economias. O entendimento econômico mercantilista dominou a Europa após a Idade Média, enfatizando os superávits da balança comercial e o papel das exportações como instrumento de desenvolvimento. O mercantilismo arruinou no final do século XVIII com uma mudança no sistema econômico britânico. A Revolução Industrial enfatizaria os direitos de propriedade e a abertura econômica como uma média para aumentar a produtividade e a eficiência comercial.

A Grã-Bretanha emergiu como o poder econômico e político no século XIX. Após 1850, o ouro ultrapassou o papel de prata no sistema monetário, movimento que apoiaria a criação de uma estrutura padrão-ouro. No período pós-1880, a Libra Esterlina, como consequência das circunstâncias econômicas e do padrão-ouro, subiu como moeda-chave no sentido de que os países poderiam manter reservas cambiais para evitar riscos de liquidez. No século XX, os Estados Unidos assumiram o protagonismo no cenário internacional. Durante a Primeira e Segunda Guerra Mundial, o país forneceu

¹ Doutor em Economia Aplicada pela Universidade de São Paulo (USP). Professor Assistente da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS), Brasil.

² Economista pela PUCRS, Brasil.

mercadorias para a Europa, aumentando sua balança comercial. Além disso, os Estados Unidos inferiram um papel importante na reconstrução europeia durante o período pós-guerra. O Dólar dos Estados Unidos emergiria como a moeda-chave mais importante, apreciando contra a Libra Esterlina principalmente após a metade do século XX. Portanto, desde o fim do Bretton Woods, em 1971, o Dólar dos Estados Unidos manteve sua posição no cenário internacional.

De acordo com o Banco Mundial (2019), em 2018 a China representou 18,34% da população mundial, enquanto os Estados Unidos, o poder econômico e financeiro representaram 4,3%. Além disso, o crescimento médio anual do PIB chinês desde 1978 representa 9,5% (Banco Mundial 2019), circunstância que elevou perspectivas futuras ao seu poder econômico, seus padrões de renda e seu papel na economia global.

Esta tese visa investigar as condições necessárias para que a China desenvolva o Renminbi no cenário internacional e infera seu status atual nesse progresso. A principal hipótese está dividida em: (1) análise de padrões na internacionalização tanto da Libra Esterlina quanto do Dólar dos Estados Unidos; (2) interpretação sobre como a China passou de uma economia pobre para uma economia aberta de alto crescimento e seus aspectos de reformas; e (3) avaliação sobre os passos futuros chineses entre a economia real e financeira, em que medida estão associados ao equilíbrio de pagamentos, e seus efeitos futuros sobre a internacionalização do Renminbi.

Considerando tudo, este artigo está estruturado na introdução, três seções que se seguem para responder ao objetivo principal e conclusão. A Seção 2 pretende analisar o efeito econômico internacional e as presunções teóricas. A Seção 3 investiga a história das hegemonias da libra britânica e do dólar americano e a perspectiva do desenvolvimento chinês em termos de bens, dinheiro e mercados cambiais desde 1978, e seu aspecto de gradualismo em direção a uma economia guiada pelo mercado. A Seção 4 enfatiza a dicotomia chinesa entre a economia real e financeira. No final, são estabelecidos comentários conclusivos.

Discussão Teórica

No século XVIII, David Hume construiu uma estrutura envolvendo exportações, importações e reservas de ouro. O mecanismo de fluxo de espécie explica como as reservas devem naturalmente se autorregular - os fluxos de ouro como resultado das importações e exportações devem ajustar os preços e as exportações líquidas a zero.

Neste modelo, o dinheiro é considerado neutro. Assim, uma expansão

exógena nele só aumentaria os preços. Suponha que a Inglaterra exporte mais do que exporta em relação à França. Uma saída de ouro da Inglaterra reduziria sua oferta monetária e levaria os preços à deflação, reduzindo os preços comparativos à economia internacional. Esse cenário encoraja a França - enfrentando um aumento da oferta monetária e, conseqüentemente, a inflação - a importar da Inglaterra:

Nor is it probable, that the diminution of circulating money was ever sensibly felt by the people, or even did them any prejudice. The sinking of the prices of all commodities would immediately replace it, by giving England the advantage in its commerce with all the neighbouring kingdoms. (Hume, 1768, 363).

O Balanço de Pagamentos, BoP, é fundamental para entender os movimentos cambiais. Feenstra e Taylor (2012) argumentam que as flutuações macroeconômicas estão expostas por três mercados interdependentes: o mercado de bens, o mercado monetário e o mercado de câmbio. Esses fatores estão associados a diversas variáveis - taxa de juros (i), investimento (I), oferta de dinheiro real (M/P), demanda monetária real (MD), retornos nacionais e estrangeiros (DR e FR), taxa de câmbio(e), e saída (Y).

O mercado cambial é a parcela de juros descoberta (UIP), “quando os retornos esperados expressos em moeda nacional são os mesmos nos depósitos bancários estrangeiros e domésticos (mercado monetário)”. (Feenstra e Taylor 2012, 270). Os retornos domésticos devem equalizar os retornos estrangeiros mais uma taxa esperada de depreciação da moeda doméstica. Conseqüentemente, uma supõe que a diminuição dos retornos domésticos leva a uma saída de capital para os mercados externos, depreciando a moeda doméstica.

No entanto, três fatores distintos influenciam a forma como o modelo IS-LM-BP interage com esses mercados (bens, dinheiro e câmbio): o regime cambial, os fluxos de capital e a autonomia monetária. O trilemma político enfatiza que, em uma abordagem econômica internacional, os formuladores de políticas enfrentam uma trindade impossível. “Eles podem alcançar apenas duas das três opções de política a seguir: (1) uma taxa de câmbio fixa, (2) fluxos financeiros ou de capital internacionais irrestritos e (3) autonomia ou independência da política monetária”. (Salvatore 2013, 654).

Portanto, os formuladores de políticas têm três opções diferentes: (1) fluxos de capital livre e taxa de câmbio fixa - retornos domésticos e estrangeiros precisam ser iguais, então a autonomia da política monetária seria impraticável, (2) fluxo de capital livre e autonomia da política monetária - os retornos domésticos e estrangeiros se igualariam através de mudanças

em um regime cambial flutuante, e (3) taxa de câmbio fixa e autonomia da política monetária - a única maneira possível de manter esse conjunto de políticas é restringindo os fluxos financeiros.

Simonsen e Cysne (2009) argumentam que, exceto em um regime de câmbio puramente flutuante, o ajuste do saldo de pagamentos ocorre por extrema coincidência. Então, superávits sucessivos podem ser possíveis, e déficits podem persistir sob reservas internacionais ou outras capitais compensatórias. Os autores justificam que as deficiências permanentes devem ser corrigidas por uma das seguintes medidas: (a) depreciação da taxa de câmbio real, (b) redução da produção, (c) restrições de importação, (d) auxílio à exportação, (e) maior taxa de juros ou (f) controles de saída de capital. Os dois últimos métodos só podem ser eficazes no curto prazo, devido ao fato de que um I mais alto ajusta o BoP sob um aumento do passivo financeiro, e um controle para as saídas de capital pode ser um método com cara de janus, considerando que pode comprometer as entradas de capital.

A dicotomia entre a economia real (CA) e a economia financeira (KA + FA) é ainda mais visível quando se compara a países emergentes, ricos e pobres. Simonsen e Não obstante, os autores argumentam que o saldo da conta corrente de alguma forma se feedback. Um país com déficits de CA ajusta seu saldo de pagamentos recebendo capital estrangeiro. No entanto, essa entrada representa uma saída futura de lucros e lucros de agentes externos anteriores. Crowther (1957) sugere uma teoria em que os países podem ser divididos em credores e devedores, e importadores de capital ou exportadores. O estado credor ou devedor refere-se à renda primária (NFIA). Um país que acumula lucro líquido positivo de investimento é um credor, enquanto um lucro líquido negativo de investimento refere-se a uma nação devedora. O FMI (2009) argumenta que o rendimento do investimento leva em conta (1) os rendimentos associados ao processo produtivo, como a remuneração dos empregados, e (2) os rendimentos associados à propriedade de ativos financeiros e outros não produzidos, como retornos de ativos financeiros, dividendos, juros, retornos do investimento direto. O status de capital pode ser dividido por países com conta de capital negativo (exportadores de capital) e com uma conta de capital positiva (importadores de capital). O saldo da conta de capital é inversamente proporcional ao saldo da conta corrente.

Na primeira etapa, há um acúmulo de passivos externos líquidos, devido ao déficit em conta corrente, especialmente em resposta a uma balança comercial negativa. O devedor intermediário começa a obter superávit da balança comercial, mas não em quantidade suficiente para compensar o lucro líquido enviado ao exterior. Um país devedor maduro detém um superávit na balança comercial maior do que o lucro líquido enviado ao exterior, e começa a diminuir seu passivo externo líquido. Em um certo instante, o país deixa o

estado devedor para um credor. Nesse momento, o passivo externo líquido se volta para ativos externos líquidos como resultado de transferências de recursos e do lucro líquido recebido do exterior. No quinto passo, a balança comercial se deteriora, mas em menor valor do que o lucro líquido recebido do superávit no exterior. Em seguida, o país se desfaz de seus ativos estrangeiros na última etapa, quando a lacuna de recursos ultrapassa o lucro líquido recebido do exterior (Simonsen e Cysne 2009).

Os excedentes em BoP podem ser alocados de várias maneiras. Geralmente, são alocados em reservas cambiais, que são reivindicações sobre não residentes na forma de: moeda e depósitos, títulos, derivativos financeiros ou outras reivindicações (FMI 2019). No entanto, no final do século XIX, as moedas cambiais “foram detidas porque os governos que emprestavam em Londres, Paris ou Berlim eram obrigados pelos credores a manter uma parte dos lucros depositados naquele centro financeiro”. (Eichengreen 2008, 22). Além disso, mesmo que não fosse necessário, a prevalência de credibilidade influenciou os países emprestados a manter essas reservas.

A exigência dessas reivindicações aumenta enquanto essas moedas se tornam líquidas, confiáveis e manipuladas internacionalmente. Peng e Shu (2010) argumentam que dois conceitos separados definem as noções sobre o papel internacional das moedas: a distinção entre o doméstico e o internacional - em termos do grau de uso da moeda fora da área cambial, e o mercado internacional de dívida - mercado de emissões por não residentes de um país ou área de moeda. Os autores discutem a função da dívida internacional em prover papel internacional para uma moeda em termos financeiros e de investimento. Os autores concluem que o mercado internacional de dívida fornece informações para combinar com as funções da teoria da matriz monetária, que enfatiza características cambiais que podem caracterizar uma moeda mais internacionalizada.

Tabela 1 - A matriz do uso da moeda internacional

<i>A: Matriz teórica</i>	Uso privado	Uso oficial
Meio de troca	Moeda do veículo	Moeda de intervenção
Unidade de conta	Moeda de cotação	Moeda âncora
Armazenamento de valor	Moeda de investimento e financiamento	Moeda de reserva FX
<i>B: Matriz do praticante</i>	Uso nos mercados financeiros	Uso em países terceiros
	Mercados internacionais de dívida	Âncora cambial, reservas fx
	Mercados de câmbio	Uso de dinheiro e moeda paralela
	Faturamento do comércio internacional	

Fonte: Peng e Shu (2010)

Além disso, os autores medem o papel internacional de moedas específicas. A avaliação é “baseada tanto no tamanho quanto nas características estruturais do mercado de capitais de cada moeda e na economia subjacente” (Peng e Shu 2010, 11). Fatores como o tamanho da economia, tamanho dos mercados financeiros (mercado de dívida, mercado de ações, mercado de derivativos, mercado cambial cambial), regulação do mercado financeiro (divulgação, responsabilidade, supervisão, acesso ao patrimônio líquido e sofisticação do mercado financeiro), tamanho dos estados (direitos de propriedade, liberdade de corrupção, investimento empresarial estatal e participação de bancos estatais), questões monetárias (independência do banco central, volatilidade da inflação, e a inflação absoluta em um ano específico), e as barreiras comerciais (liberdade de barreiras comerciais regulatórias, controles do mercado de capitais internacional, abertura de conta de capital e liberdade para possuir conta bancária em moeda estrangeira) são pontos-chave para uma moeda mais internacionalizada. É importante ressaltar que o papel global de uma moeda, nesse caso, é diretamente proporcional ao tamanho do mercado/economia e à sua liberalização/abertura.

Evolução da Libra, Dólar e Renminbi Recentemente

Clark (2007) fomenta a discussão de que provavelmente algo sistemático estava evitando que as sociedades primitivas recompensassem a inovação. Os direitos de propriedade e um poder mais fraco do Estado poderiam ter quebrado esse processo sistemático e permitir que indivíduos, e não grupos, tosem decisões de comércio, alocação de valores e buscassem seu próprio bem-estar.

Ferreira, Pessoa e Rodrigues (2016) argumentam que, de fato, a Inglaterra tinha um conjunto de leis que proteavam a propriedade privada que poderiam implicar o incentivo certo ao investimento e à inovação. Além disso, “essas instituições não existiam, naquela época, em nenhum lugar do mundo”. (Ferreira, Pessoa e Rodrigues 2016). O aumento do capital humano e do conhecimento possivelmente foi induzido por uma perspectiva individual de decidir, dada por essa nova sistemática.

Segundo Ferreira, Pessoa e Rodrigues (2016), embora os direitos de propriedade privada fossem necessários à Revolução Industrial, o IR, não foi suficiente. O IR não trouxe apenas boas instituições, direitos de propriedade e deixou a inovação e o início privado entrarem. Trouxe essencialmente uma nova onda de comércio internacional, o primeiro grande choque de globalização.

Enquanto o comércio internacional ocorreu, duas preocupações no sistema monetário começaram a aumentar: conexões globais e externalidades de rede. Uma economia aberta tende a aumentar a participação das exportações e das importações na produção nacional, cenário que conota mais comércio entre os países - nações mais integradas. Posteriormente, um padrão monetário comum é fundamental para reduzir os custos de negociação.

Até meados do século XIX, um sistema monetário bimetálico continha essas externalidades de rede. Segundo Eichengreen (2008, 9), apenas a Grã-Bretanha operava um padrão-ouro, enquanto “os estados alemães, o Império Austro-Húngaro, a Escandinávia, a Rússia e o Extremo Oriente operavam padrões de prata. Países com padrões bimetálicos forneceram a ligação entre os blocos de ouro e prata.”

As externalidades da rede diminuíram quando o padrão-ouro se tornou generalizado em 1870. As inovações da Revolução Industrial na Grã-Bretanha levaram o padrão-ouro a emergir regionalmente, e, como consequência da liderança econômica global britânica, desenvolveu-se internacionalmente. Além do necessário, esses eventos não foram suficientes para a mudança de padrão. Antes de 1870, os países com base em prata experimentava instabilidade em termos de fornecimento de prata. Descobertas de prata em 1850 e as políticas monetárias da Alemanha foram fundamentais para explicar a adesão do padrão-ouro britânico.

Desde o século XVIII, o Reino Unido experimentou eventos específicos, mas cíclicos, que impactariam diretamente na moeda britânica, especialmente na Revolução Industrial e suas inovações, e na relevância britânica na economia global. Assim, a segunda metade do século XIX seria crucial para que a libra esterlina desenvolvesse uma enorme influência no sistema monetário internacional.

De acordo com Thirlwall (1986), até 1870 os dados comerciais

britânicos eram realmente incertos, embora entre 1854 e 1870 existam valores declarados pelos transportadores. No período pós meados do século XVIII, a Grã-Bretanha emergiu como a potência econômica global, principalmente em termos de comércio e indústria. A produção de manufaturas trazida pelas inovações da Revolução Industrial impulsionou sua balança comercial. Portanto, os produtos britânicos que atravessam todo o mundo, especialmente na Europa e na Índia, acentuaram a primeira onda de globalização.

A Grã-Bretanha mudou sua influência internacional de um grande exportador e um país devedor, para um status de credor. O saldo da conta corrente até aumentou durante o século XIX, e era essencialmente alto antes da Segunda Guerra Mundial. Essa mudança pode ser explicada pelas altas saídas de capital como resposta aos superávits na balança comercial. Essas transferências para outros países visam a rentabilidade sob investimentos institucionais em ativos estrangeiros. Em um certo momento, essas remessas voltam ao país de origem na forma de renda do exterior, impactando positivamente a NFIA. Em seguida, um movimento natural para uma valorização da libra esterlina ocorreu.

As necessidades de guerra da expansão do crédito foram o eixo para o abandono temporário do padrão-ouro. A solução trilema antes da Segunda Guerra Mundial foi designada para taxas flutuantes e controles de capital. Em seguida, as exportações e importações como porcentagem do PIB mundial caíram níveis significativos, e a autonomia monetária continuou desmembrada.

Após a Segunda Guerra Mundial, os Estados Unidos, que emergiram como o país líder em termos de PIB no final do século XIX, aumentaram ainda mais seus excedentes de balança comercial. Grã-Bretanha e França atrelaram sua taxa de câmbio sobre o Dólar americano (USD) sob taxas depreciadas, drenando reservas de ouro, especialmente do Reino Unido, e a incorporada para a recém-criada Federal Reserve. Além disso, Eichengreen (2008) aponta que a Grã-Bretanha, no advento da Primeira Guerra Mundial, teve que vender uma parte maior de seus ativos estrangeiros, e países credores como a Alemanha tornaram-se dependentes das importações dos Estados Unidos, sendo reduzidas a um status de devedor.

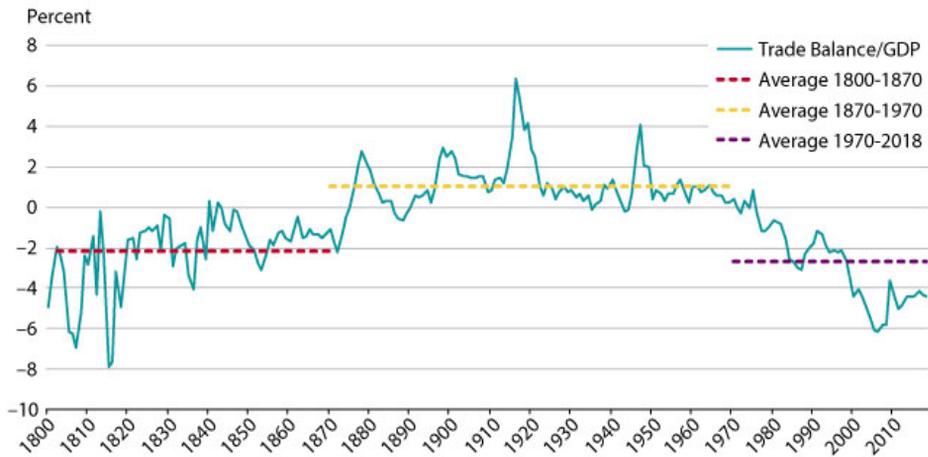
O ambiente pré-Segunda Guerra Mundial foi alimentado com cortes nas taxas de desconto pelos bancos centrais. Em seguida, as depreciações cambiais atingiram altos valores em grande parte da Europa. De acordo com Ammous (2018), durante a Segunda Guerra Mundial, a moeda austríaca desvalorizou 68,9%, a Alemanha 48,9%, a Itália 22,3%, a França 9,04% e a do Reino Unido 6,63%. A década de 1920 foi então marcada pela hiperinflação em países como a Alemanha, e uma enorme produção norte-americana. Em um cenário com instabilidade monetária, as reservas cambiais perdem

credibilidade, e seus detentores migram suas reivindicações para outros ativos financeiros. Eichengreen (2008) expõe a função da Liga das Nações na reposição de reservas por empréstimos, e uma fortificação da independência dos bancos centrais. Nesse caso, a perda de credibilidade fortaleceu o retorno do padrão-ouro. Vários países restauraram a paridade do ouro entre 1923 e 1927, e um novo pico de países no padrão-ouro foi alcançado em 1931.

A libra esterlina sofreu uma crise em 1931. Em 1930, o protecionismo e as tarifas mais altas para as importações minaram o comércio mundial. O Reino Unido sofreu instabilidades diante de uma alta da balança comercial devido ao declínio das exportações. Taxas de desconto mais altas não poderiam conter perdas de reservas. Então, a queda do padrão-ouro britânico em 1931 impactaria a uma suspensão geral da conversibilidade.

Em 1932, segundo Eichengreen (2008), o sistema monetário dividido por três: (1) padrão-ouro: Europa Ocidental, Estados Unidos e América Latina, (2) moedas adequadas e controles cambiais: Europa Central e Oriental, e (3) pino para libra esterlina. Não obstante, com a Lei Glass-Steagall, e a vitória presidencial de Roosevelt, os Estados Unidos estavam "livres" da trindade impossível padrão-ouro, e aumentaram a autonomia monetária, sob um sistema de taxas flutuantes.

O dólar americano seria essencial para a reconstrução europeia durante e após a Segunda Guerra Mundial. Como aconteceu na Segunda Guerra Mundial, a balança comercial dos Estados Unidos seria impulsionada, e como resposta a um mecanismo de ajuste, as saídas de capital perdurariam, aliviando as pressões sobre a taxa de câmbio.

Figura 1 - Balança Comercial de Bens dos EUA para o PIB

Fonte: Federal Reserve of Saint Louis - FRED

O sistema Bretton Woods, de acordo com Feenstra e Taylor (2012), visaria a estabilidade cambial para inspirar a reconstrução europeia e a retomada do comércio. Os países colocariam suas moedas no dólar americano, constituindo-as como moeda central, enquanto ela estaria atrelada ao ouro.

O restabelecimento do sistema monetário moveria o centro dinâmico da Grã-Bretanha como o poder econômico e financeiro global para os Estados Unidos. É atrativo examinar esse movimento não apenas como uma decisão política e transversal, mas como um movimento através de ciclos. A enorme economia norte-americana e sua mudança de uma nação devedora para uma nação credora, juntamente com fluxos de capital irrestritos, poderiam possibilitar um movimento natural. A valorização do USD sobre a libra esterlina é evidente após o sistema de Bretton Woods.

Além disso, a China daria seus primeiros passos para reformas institucionais fundamentais. Tobin e Volz (2018) argumentam que a China começaria a reformar seu sistema mono-bancário ao mesmo tempo em que o Bretton Woods entrou em colapso em 1971, e a concorrência de instituições financeiras não bancárias e o surgimento de bancos centrais globais e bancos de centro de dinheiro surgiram.

Garnaut e Song (2012) argumentam que no final de 1978, 22 de dezembro, a terceira reunião plenária do Décimo Primeiro Comitê Central do Partido Comunista Chinês seria uma das reuniões mais importantes para o futuro econômico da China, em campos domésticos e estrangeiros. Posteriormente, essa reunião, a China substituiria seu núcleo econômico e

político por um processo de viés de globalização.

Masiero (2006) amplia a relevância da terceira reunião plenária que discute a condução do CPC às modernizações na agricultura, indústria, ciência e tecnologia e defesa nacional. Essa modernização pode ser denominada como a Quarta Revolução, após outras circunstâncias históricas chinesas: a Revolução Republicana (1911), a Revolução Comunista (1949) e a Revolução Cultural (1966-76).

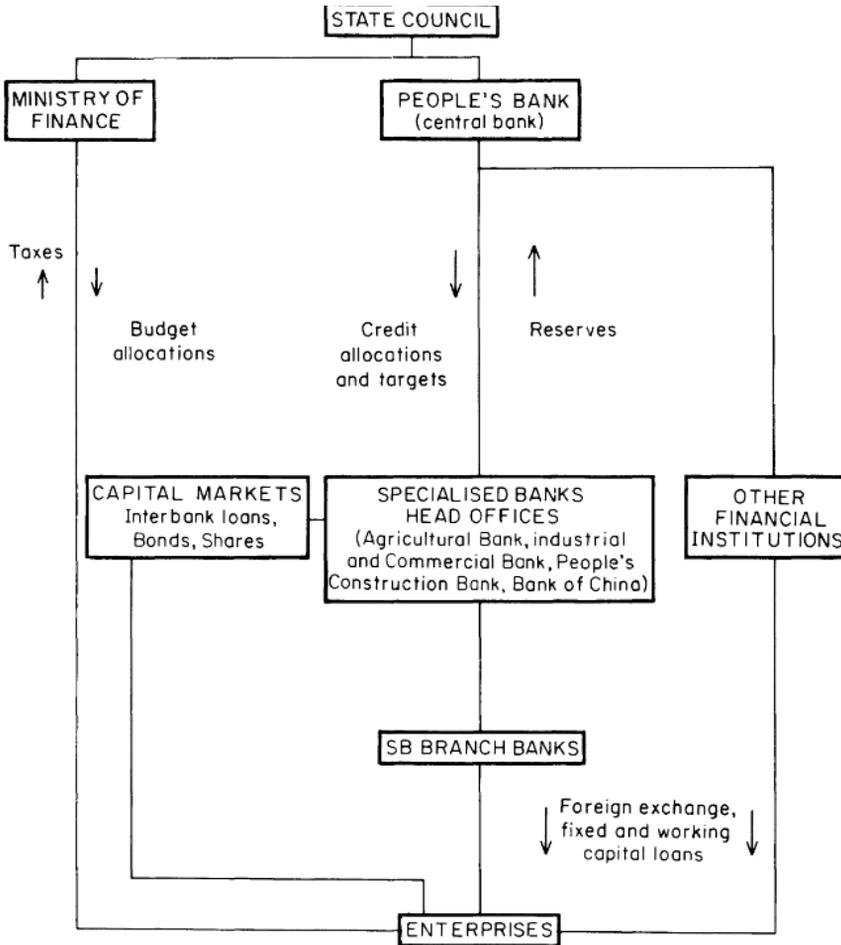
Segundo Garnaut, Song e Fang (2018), a Revolução Cultural teve um impacto terrível na China, em 1978, representando sua beira do colapso econômico. Lin (2011) indica que a China estava presa na pobreza há séculos. Em 1978, o autor expôs que sua renda per capita era de US\$ 154 e representava cerca de um terço da média na África Subsaariana. Além disso, sua relação comércio-bruto do produto interno foi inferior a 10%.

A inclinação anti-exportação, a não integração chinesa com o mundo e a taxa de câmbio supervalorizada do Renminbi (RMB) minaram os incentivos à exportação e a importação de tecnologias e técnicas de produção. Garnaut e Song (2012) enfatizam que em 1978 uma reforma do sistema comercial seria feita gradualmente, visando especialmente uma substituição de importação. Segundo os autores, a primeira etapa da reforma do sistema comercial entre 1978 e 1984 descentralizou a autoridade do comércio exterior, dando direito a municípios, províncias, setores industriais e empresas de conduzir o comércio exterior.

O sistema financeiro é essencial para empresas públicas e não públicas. Garnaut, Song e Fang (2018) argumentam que a China era financeiramente poderosa na virada do século XX, pois era um importante centro de fundos internacionais. Os autores argumentam que a Lei de Compra de Prata (1934), a guerra chinesa contra o Japão em 1937-45, e sua guerra civil em 1946-49 encolheram a indústria financeira na China, centralizando todo o sistema em uma instituição monopolizada, o Banco Público da China (PBOC), que adquiriu 93% de todos os ativos financeiros chineses em 1978. O período de socialização após 1949 agravou a resistência aos mercados financeiros abertos.

A centralização do sistema monetário e as altamente restrições para o mercado financeiro inibiram dinheiro e crédito para estabilizar o sistema monetário. Tam (1987) argumenta que as autoridades monetárias não conseguiram atingir o crescimento econômico real também devido ao fato de que o controle de volume da moeda em circulação era ineficiente para conter as pressões de demanda sobre a oferta de mercadorias. Além disso, o desenvolvimento financeiro foi uma medida necessária, mas não suficiente para alcançar um crescimento econômico real.

Figura 2 - Quadro Financeiro da China, pós-1984



Fonte: Bowles e White (1989)

Sit (1985) expõe que a China pretendia promover o intercâmbio técnico e econômico com países estrangeiros. Para conseguir essa promoção, uma influência social do capitalismo era um preço a pagar. Assim, a fim de maximizar os benefícios e diminuir esse custo, o governo chinês propôs a criação de Quatro Zonas Econômicas Especiais, que serviriam como áreas específicas para o desenvolvimento concentrado e um controle governamental mais fácil. A aversão aos fluxos de capital estrangeiro poderia ser contida por meio de uma estrutura regulatória especial que foi delineada para conceber derramamentos de conhecimento e concentração de mão-de-obra e importação tecnológica.

Os direitos de propriedade seriam realocados dos governos locais para

empresas. A Teoria dos Direitos de Propriedade enfatiza que essa mudança ocorre quando a contribuição dos governos locais para o resultado das empresas diminui. Então, segundo Taube (2002), os direitos de propriedade pouco claros têm uma tendência a definir definição clara e distribuições de direitos de propriedade. Um sistema de acionamento de ações tende a substituir um sistema de salário fixo. O autor expõe que os direitos de retenção de lucros residuais estão inclinados a conceder a parte que impacta de forma mais significativa os resultados dos negócios. O sistema está associado à política de feudalismo fiscal realizada antes da fuga da armadilha da violência no período da Idade Média.

Posteriormente, as três reformas comerciais mencionadas anteriormente - a descentralização do poder e o enfraquecimento do Ministério do Comércio Exterior (1979-84), das tarifas e dos ajustes do regime monetário, e da aplicação do GATT (1985-86) e do sistema contratual (1987-90) - o CPC continuaria a incitar mudanças no quadro comercial.

A reforma visaria três tópicos entre 1991 e 1993: (1) os requisitos do GATT para transparência, planejamento central e licenciamento de exportação, (2) gestão e controle de importação, (3) distorção dos preços e equilíbrio cambial. Garnaut e Song (2012) argumentam que a intenção chinesa naquele período era incentivar um ambiente competitivo para o comércio exterior envolvido nas empresas.

A Bolsa de Valores de Xangai (SSE) e a Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) surgiriam respectivamente em 1991 e 1992. Garnaut e Song (2012) argumentam que ações de propriedade não negociáveis, emitidas em 1984, sobre a participação dos funcionários da loja de departamentos estatal de Pequim. Eles argumentam, ainda, que antes de 1989 as companhias de ações conjuntas começaram a emergir, e durante a década de 1990, a capitalização em ambas as bolsas de valores subiria como um importante canal de capital. Uma nova etapa da reforma tomaria depois de 1994, quando “o PBC gradualmente reduziu o escopo do controle de crédito e introduziu as operações de mercado aberto cambial” (Guofeng 2015, 77). Além disso, Li (1997) argumenta que, no período de 1993-94, o governo chinês anunciou uma redução das tarifas sobre quase três mil itens em uma média de 8,8%. Além disso, foram implementadas uma abolição de todas as listas de substituição de importações que, em 1987, e a unificação do sistema cambial, a fim de aumentar sua conversibilidade cambial por um regime de taxa de câmbio flutuante gerenciado contra uma cesta de moedas estrangeiras.

Entre 1994 e 1996, de acordo com Geiger (2006), um pino rastejante com faixas de negociação mais altas foi usado, e levou a uma valorização do Renminbi de 8,7 RMB por USD para 8,3 RMB por USD. O autor então argumenta que, após 1994, a política monetária chinesa visava a estabilização

da taxa de inflação mais alta, um crescimento econômico significativo e uma meta cambial em relação ao USD.

Em 1995, a Organização Mundial do Comércio (OMC) substituiu o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio. Chartier (2007) argumenta que o governo central da China ganhou considerável apoio político a fim de reduzir as tarifas e atrair investimentos estrangeiros por tratamentos especiais e concessões a investidores, e descentralizando o poder para as províncias, principalmente após a década de 1990. Em seguida, a privatização e a reestruturação da crise pós-asiática dos SOEs chineses seria o estopim para sua adesão à OMC em 2001.

O parecer favorável da OMC à China representou a constância de um processo gradual para uma economia guiada pelo mercado. O país aproveitaria o acordo para mudar seu quadro de propriedade e seguir um modo de internacionalização. Segundo Wakasugi e Zhang (2015), esse modo seria semelhante a países como Estados Unidos, Europa e Japão, na forma como exportadores e não exportadores se beneficiaram de um aumento na produtividade.

As reformas chinesas iniciadas em 1978 “transformaram-na de um mercado altamente protegido para talvez a economia de mercado emergente mais aberta quando entrou na Organização Mundial do Comércio no final de 2001” (Lardy e Fellow 2003, 13). Além disso, a China foi convertida em um dos melhores exemplos de uma ligação positiva entre abertura e crescimento econômico.

Nesse momento, a China continuou seu caminho através da liberalização do comércio, enquanto colhia benefícios em termos de exportações e crescimento da produtividade agrícola. Wakasugi e Zhang (2015) mencionam que, na primeira década do século XXI, é sabido que os membros da OMC removeram barreiras comerciais ao liberalizar e restabelecer suas economias.

Embora a China tivesse tido uma espécie de imunidade diante da crise asiática, o cenário econômico, principalmente o monetário, mudou as perspectivas para as exportações da China e o crescimento anual do PIB. Segundo Wang (1999), o fato de a crise ter diminuído a demanda de importação de outros países teve um enorme impacto na China baseada nas exportações. Além disso, a depreciação das moedas dos outros países aumentou sua competitividade no mercado, ameaçando a participação no mercado internacional chinês. Nesse período, o autor argumenta que a China resistiu a depreciar o RMB, razão pela qual encolheu o crescimento dos projetos de FDIs.

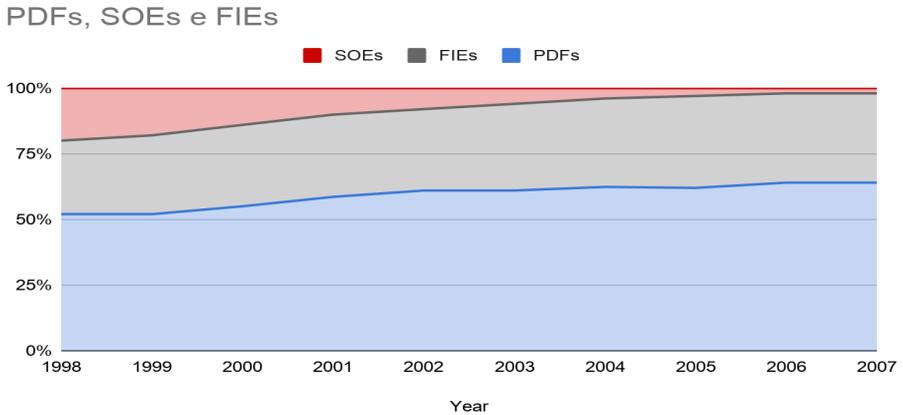
As circunstâncias internacionais influenciaram a China a tomar dois instrumentos econômicos, (1) expansionismo monetário e fiscal, (2) reforma

financeira. Wang (1999) argumenta que o primeiro a estimular a demanda interna, enquanto o segundo visava um movimento para uma globalização econômica e financeira. O autor menciona que o sistema financeiro chinês era semelhante ao de outros países asiáticos, como Tailândia, Indonésia, Malásia e Coreia, poderia ser diagnosticado por “domínio bancário do sistema financeiro, falta de autonomia do banco central, política e empréstimos políticos, acumulação de empréstimos ruins e ausência de um mercado de ações forte e disciplinado” (Wang 1999, 541).

Huang e Wang (2011), e Ang e McKibbin (2007 apud Garnaut, Song e Fang 2018) desenvolveram um índice de repressão financeira que é fundamental para entender o sistema financeiro chinês e o gradualismo após a Quarta Revolução. Garnaut et al. (2018) indicam a composição do índice: (1) taxa real de depósito, (2) controle da taxa de juros, (3) controle da conta de capital, (4) taxa de exigência de reserva, (5) participação dos bancos estatais no total de empréstimos e (6) participação dos empréstimos para SOEs. No início do século XXI, o governo chinês, além do modo de internacionalização, adotou menos restrições comerciais, redução do tratamento especial que os SOEs recebiam em relação a outras empresas, e o processo de liberalização que os membros da OMC seguiriam.

A controvérsia da OMC seria em termos de seu efeito no setor agrícola, uma vez que expõe a China a um mercado aberto e a vantagens comparativas globais. Embora a maioria da população vivesse em áreas rurais, 62,91% em 2001, segundo o Banco Mundial (2019), o setor agrícola foi composto pela escassez de terras aráveis e pela grande oferta de mão-de-obra. De acordo com Garnaut e Song (2006), a terra arável per capita da China foi de 0,11 por hectare, 43% da média mundial. Após a OMC, segundo Garnaut e Song (2006), a vantagem agrícola chinesa diminuiu a uma taxa acelerada, enquanto as importações agrícolas cresceram em um ritmo maior do que as exportações agrícolas. O USDA (2016) demonstra que a China tornou-se um importador líquido agrícola a partir de 2003, e após esse período, as importações continuaram a crescer a um ritmo maior do que as exportações. A liberalização assimétrica que criou o sistema dual-track entre o estado e o setor não-estatal começou a ser reformada após a crise asiática. Menos restrições comerciais e o mercado distorcido e os preços levaram a China a reduzir o tratamento especial aos SOEs e a deixar que empresas mais eficientes florescessem. Wakasugi e Zhang (2015) analisam o efeito da adesão na mudança estrutural na decisão de exportação das empresas chinesas e como isso afetou o quadro de propriedade entre empresas estrangeiras (FIEs), empresas privadas domésticas (PDFs) e SOEs.

Figura 3 - Número de Empresas Composição (volume de negócios superior a RMB 5 milhões)



Fonte: Wakasugi e Zhang (2015)

A entrada chinesa na OMC significou uma grande mudança em termos de acesso tecnológico, exposição de vantagens comparativas, melhoria na balança comercial e um rápido crescimento econômico. Garnaut e Song (2006) argumentam que, após a OMC, o crescimento médio anual do PIB foi superior a 9,8% (2002-05). Além disso, os autores mencionam que o comércio exterior da China no mesmo período de crescimento médio anual foi de 28,6%. Além disso, segundo o Banco Mundial (2019), a balança comercial chinesa teve um crescimento médio anual de 55,1% entre 2001 e 2007. Cui e Syed (2007) argumentam que os componentes fundamentais para essa melhoria foram eletrônica, máquinas, ferro, aço, têxteis e produtos químicos.

A Sucessão de Moedas no Século XXI

Os superávits da China na balança comercial e sua liberalização da conta corrente foram analisados na seção anterior. A dicotomia entre economia real e financeira é essencial para entender o papel de uma moeda no cenário internacional, como também seu apoio aos equilíbrios externos e internos.

Geiger (2006) indica que o PBC poderia atingir suas metas - estabilidade da inflação, crescimento do PIB e peg para USD - por meio de

instrumentos com razão (requisitos de reserva), instrumentos com taxas de juros (taxas de empréstimos do banco central), instrumentos quantitativos (operações de mercado aberto (OMO) e outros instrumentos, como as contas do Banco Central. A China mudaria consideravelmente sua política monetária. O primeiro ponto-chave foi a crise financeira asiática com a mudança no regime cambial chinês, e o segundo foi a entrada na OMC, que intensificou sua liberalização dos controles de preços e seu uso de controles indiretos no sistema monetário, como as contas do banco central (uma espécie de OMO).

Tabela 2 - Instrumentos Monetários Chineses

Instrumentos do PBC como o banco central	
<i>Instrumentos Indiretos: Baseado em Preços</i>	
I.	Taxas de empréstimos e depósitos de PBC
II.	Taxa de desconto
III.	Requisitos de reserva
IV.	Operações de mercado aberto
<i>Instrumentos Diretos: Quantitativo baseados</i>	
I.	Orientação da janela
II.	Empréstimo direto de PBC
III.	Controles de capital
Outros instrumentos de política não monetária	
I.	Controles de preços
II.	Controles salariais

Fonte: Wakasugi e Zhang (2015)

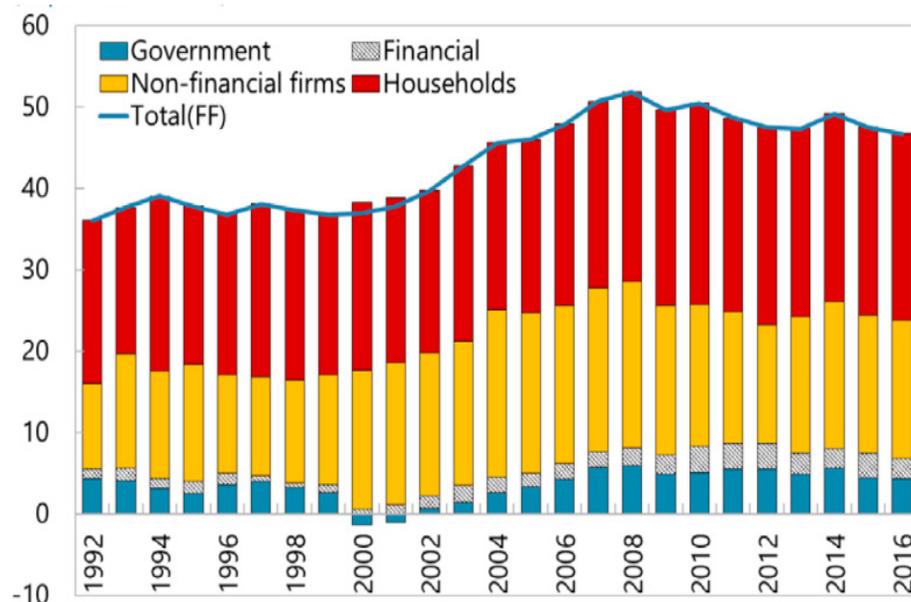
Os governos podem adotar a intervenção fx por dois meios: intervenções esterilizadas e não esterilizadas. Ng (2013) especifica que o tipo não esterilizado altera a base monetária e pode comprometer as metas de política monetária, enquanto os esterilizados mantêm a base monetária em níveis consistentes com suas metas monetárias estabelecidas. Suponha que o governo chinês queira depreciar rmb contra USD, o não esterilizado teria 7 passos: (1) comprar ativos de USD e vender RMB, (2) aumento na oferta de RMB e demanda de USD, (3) depreciação de RMB contra USD, (4) aumento

na base monetária chinesa, (5) menor taxa de juros chinesa, (6) incentivar mais investimento e menos poupança, (7) aumento da taxa de inflação. A China optou pelo método esterilizado: (1) comprar ativos de USD e vender RMB, e, para compensar o impacto dele na base monetária, o governo (2) “se engaja na política monetária contracionária, como a venda de títulos públicos, para remover o excesso de oferta de renminbi do mercado interno”. (Ng 2013, 5).

Nesse processo de esterilização, Ng (2013) argumenta que a China aprofundou seu IIP em ativos financeiros dos Estados Unidos, principalmente por participações do Tesouro dos EUA e títulos dos EUA. Garton e Chang (2005) comentam que, em 2004, pelo menos 80% de todas as reservas cambiais chinesas eram denominadas em dólar. Essa composição infere os riscos para a China à medida que as taxas de juros recebidas (ativos dos EUA) pelo governo chinês são menores do que as taxas de juros pagas (títulos/contas chineses). Além disso, o fato de a composição dos ativos financeiros da China ser dada por ativos estrangeiros aumenta ainda mais os riscos do país, enquanto uma valorização do RMB reduziria os ganhos financeiros.

Não obstante, segundo Elliott e Yan (2013), o sistema financeiro chinês se diferencia dos sistemas financeiros desenvolvidos no sentido de assumir altos níveis de propriedade e controle do Estado. “Os cinco maiores bancos chineses são de propriedade majoritária do governo central e há participações significativas do governo em muitos dos outros bancos” (Elliott e Yan 2013, 3). Johansson (2012) demonstrou que os bancos comerciais estatais tinham uma participação de 48,47% nos ativos bancários da China, seguidos por bancos comerciais de ações conjuntas (18,13%), bancos comerciais rurais e cooperativa de crédito (10,73%), bancos de política (8,63%), bancos comerciais municipais e cooperativa de crédito (7,09%), bancos de poupança postal (3,35%), instituições não bancárias (1,92%) e bancos estrangeiros (1,68%).

Figura 4 - Composição da Taxa de Poupança Chinesa (% do PIB)



Fonte: Zhang et alli (2018)

O controle de juros é evidenciado por sua manipulação durante o processo de esterilização. Além disso, Xu (2018) argumenta que as taxas de juros chinesas e a alocação de crédito foram influenciadas principalmente por fatores políticos e comerciais. Lardy (2012 apud Xu 2018) demonstra que em alguns períodos a China apresentou taxas de juros reais negativas, em resultado da rigidez do sistema financeiro. O autor argumenta que nas famílias os juros de renda foram muito menores do que nas economias financeiras mais liberalizadas.

Liping e Evenett (2010) argumentam que o setor de serviços serve como uma arquitetura sustentável para o comércio internacional - fornecer insumos para a produção, como capital e mão-de-obra, gerar conhecimento, concentrar a atividade econômica e aumentar a produtividade. Para os autores, a crescente participação do setor de serviços, em geral, (1) aumenta a demanda por mão-de-obra, (2) aumento dos salários, (3) as empresas exportadoras reduzem seu emprego sem um aumento compensador da produtividade, (4) a participação de outros setores diminui, (5) as exportações manufatureira caem e a balança comercial em mercadorias piora. Segundo o Banco Mundial (2019), em 2010 a participação média do setor de serviços em valor agregado ao PIB foi de 54,42% nos países emergentes, enquanto a China foi de 44,18%. Entendendo

o papel do setor de serviços e a economia das famílias, é importante ressaltar que as famílias são importantes em termos de consumo futuro e inserção do setor de serviços, principalmente se a economia apresentar dinamismo no equilíbrio estrutural.

O setor bancário na China floresceu preso no desenvolvimento da indústria pesada. Como mencionado anteriormente, a maior parte dos bancos estatais privilegiou SOEs e outras corporações específicas do setor em termos de favores e crédito, “apesar do fato de que os SOEs são, em média, menos produtivos do que as empresas privadas. Em contrapartida, as empresas privadas têm acesso ao crédito apenas a taxas de juros mais altas do mercado.” (Liu e Spiegel 2021, 1042). Além disso, Tobin e Volz (2018) argumentam que a área rural não tem acesso a serviços bancários e financeiros adequados.

Após 2005, a China permitiu que o Renminbi flutuasse, aumentando suas bandas comerciais e aceitando os efeitos de um aumento na produtividade. O acúmulo de reservas levou a China a expandir sua base monetária, fato que criou pressões inflacionárias e, conseqüentemente, causou valorização real da taxa de câmbio. Chan (2018) argumenta que, em resposta aos custos de esterilização, o governo chinês adotou uma taxa de câmbio baseada em uma cesta de moedas ponderada pelo comércio para diminuir os efeitos reais da taxa de câmbio efetiva de outras moedas, exceto o USD.

Assumindo um aumento na produtividade chinesa, uma apreciação de RMB é inevitável. Os controles essenciais de capital para saídas, uma antecipação dessa apreciação é provável que ocorra através de entradas de capital, como quantidades crescentes de IED interior. Se a China mudar suas taxas de juros para responder a essa mudança de cenário, o equilíbrio interno estará em xeque. Os controles de capital nessas circunstâncias, e possíveis entradas do IED podem trazer instabilidade monetária e financeira: “uma crise cambial que pode desencadear uma crise bancária é uma possibilidade” (Allen, Qiang e Gu 2015, 306).

Em termos de conta financeira, as autoridades chinesas podem (1) ampliar a repressão financeira, ou (2) liberalizar os fluxos de capital para conter instabilidades e manter o equilíbrio interno e externo. Segundo Johansson (2012, 15), “a repressão financeira pode causar desequilíbrios externos devido ao desequilíbrio na estrutura econômica”. Na verdade, os fluxos de IED da China são essenciais para o setor manufatureiro, para a manutenção dos SEZs e das TVEs, e para sua função como uma das principais fontes de investimento da China. Então, limitar os fluxos de capital pode ameaçar a produção nacional. Não obstante, a liberalização dos fluxos de capital na China pode incentivar saídas maciças de capital.

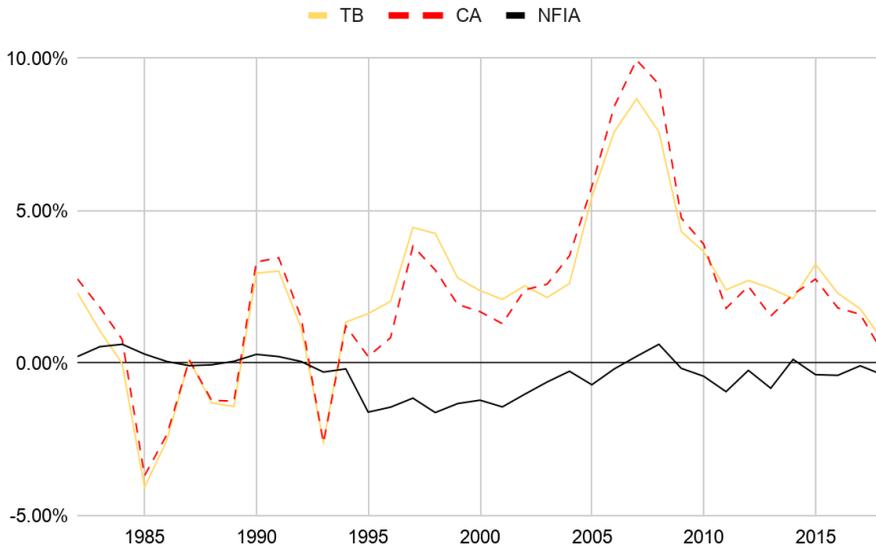
A flexibilização dos controles de capital pode demonstrar uma política ganha-ganha entre a China e os investidores. Segundo Ito (2011),

a China poderia se beneficiar da liquidez, mercados profundos para produtos financeiros domésticos e crescente expertise em gestão financeira e desenvolvimento de produtos. Os investidores poderiam ter um mercado mais previsível e confiável para investir, e acesso a uma economia em rápido crescimento em busca de retornos financeiros.

Uma taxa de câmbio mais flexível requer funções específicas para a conta de capital. Como mencionado na seção 4.1.2, a China enfrenta riscos enquanto acumula reivindicações em dólar em resposta aos superávits em conta corrente. McKinnon e Schnabl (2014) argumentam que o fato de a China não emprestar em sua própria moeda (RMB) pode inferir riscos cambiais: se a China se retirasse completamente do mercado de Câmbio, (1) o excedente de CA da China seria descoberto - as instituições financeiras não forneceriam uma saída de capital líquido correspondente, e (2) o RMB apreciaria indefinidamente.

Em termos de conta corrente, uma apreciação futura da RMB inferiria em produto menos competitivo para a China. A TB seria reduzida, e as importações surgiriam em uma resposta à maior renda per capita e à atratividade dos preços dos produtos estrangeiros. A partir daí, uma contração de TB pode ser contraída pelo aumento da renda de investimento (NFIA). Não obstante, a China não empresta em RMB, fator que dificulta o acúmulo de sinistros e crédito em RMB com outros países. Além disso, a alta participação das transações internacionais entre a China e os Estados Unidos aumentam as discrepâncias de retorno entre eles: os Estados Unidos exibem saídas do FDI para a China (ativos dos EUA, passivos da China) e acumulam passivos em títulos do tesouro e outros ativos governamentais (passivos dos EUA, ativos da China). O quadro de inconsistência age no sentido de que os Estados Unidos acumulam ativos de uma economia em rápido crescimento, enquanto a China acumula reivindicações da economia mais “confiável” no cenário internacional, fato que descarta riscos e cria ativos de baixo retorno. A liberalização da conta de capital pode surgir no lugar de um possível encolhimento da balança comercial, devido à necessidade de aumentar o lucro do fator líquido do exterior e a liquidez do mercado financeiro chinês no cenário internacional.

Figura 5 - Balança Comercial, Conta Corrente e Rendimento de Investimento da China para o PIB (%) timelapse



Fonte: Banco Mundial (2019) e cálculo próprio.

Uma China em crescimento com uma conta de capital aberto seria capaz de se beneficiar da seigniorage internacional em maior medida, devido a uma dimensão maior do RMB na economia global. Um incremento da oferta de RMB detida por outros países aumentaria em relação à sua inflação, possibilitando uma receita crescente ao longo do tempo. Além disso, o exportador enfrenta alguns riscos no mercado de câmbio. Em primeiro lugar, o valor de uma produção contínua pode sofrer uma contração se ocorrer uma valorização da moeda doméstica. Em segundo lugar, se a moeda nacional é de grande volatilidade, a incerteza pode minar as transações internacionais em bens e serviços, devido ao fato de que os exportadores precisam manter certas quantidades de moeda estrangeira para transações. Além disso, uma moeda menos internacional pode exigir moedas de terceiros para negociar com outros países. No caso da China, o USD é usado para negociar com países desenvolvidos e vizinhos em desenvolvimento. Portanto, a internacionalização da RMB pode reduzir os riscos cambiais e a transação de custos, e aumentar o comércio bilateral com os países vizinhos (Peng e Shu 2010).

De Sousa e De Freitas (2018) discutem que a internacionalização da RMB é benéfica para a China no sentido de que poderia expandir sua

influência econômica, proteger e impulsionar as exportações e investimentos do país. Peng e Chu (2010) argumentam que uma internacionalização da RMB pode ampliar a eficiência dos mercados financeiros e das instituições financeiras. Os autores sugerem que no setor bancário os bancos comerciais nacionais poderiam atingir padrões internacionais, seriam capazes de comercializar taxas de juros, diversificar serviços financeiros e modernizar sistemas de gestão interna. Além disso, os autores discutem os benefícios para a internacionalização do mercado de segurança - sem limitação de nacionalidade tanto para investidores quanto para devedores - como reflexo de um sistema financeiro desenvolvido, e a internacionalização das instituições financeiras - a admissão de bancos estrangeiros no sistema financeiro interno e a autonomia para as instituições financeiras operarem internacionalmente.

A Crise Financeira Global (GFC) que aconteceu entre 2007-2008 teria um enorme impacto no sistema monetário. Os Estados Unidos, país que persegue a moeda internacional dominante, foram responsáveis por uma instabilidade financeira global. De Sousa e De Freitas (2018) argumentam que o GFC simplesmente acentuou as críticas chinesas a um sistema monetário internacional de base de dólar, e de fato criou incentivos para a China implementar uma internacionalização da RMB.

A China, a fim de buscar uma moeda mais internacionalizada, pode seguir quatro passos de liberalização (1) liberalização da conta corrente, (2) regime cambial flutuante, (3) desenvolvimento financeiro e (4) liberalização da conta de capital. A liberalização da conta corrente realmente aconteceu na adesão da OMC em 2001. Um regime cambial flutuante tem sido gradualmente implementado no sistema monetário da China, principalmente desde 2005, embora em uma resposta ao GFC o país tenha estreitado as faixas de negociação de moedas. O desenvolvimento financeiro é necessário para fatores internos e para apoiar uma liberalização de contas de capital para possibilitar que a China adquira benefícios de uma internacionalização da RMB.

Além disso, se a China aceitar o fato de que um aumento da produtividade deve levar a uma valorização da RMB, o país deve desenvolver seu sistema financeiro para apoiar a continuidade do crescimento econômico, pode promover um regime cambial mais flutuante para ajustar os níveis de preços nacionais e estrangeiros e reduzir os custos de intervenção monetária, e deve abrir a conta de capital para garantir um aumento na NFIA para contra-aproveitar a valorização da RMB e seus efeitos sobre a TB. A abertura da conta de capital requer um sistema financeiro mais desenvolvido para evitar a fuga de capital por discrepâncias nos retornos internacionais e domésticos, principalmente das famílias.

De fato, a China tem passado por esse caminho. O gradualismo de

Deng Xiaoping não dá um passo atrás desde 1978. Segundo Kwon (2015), a China adotou duas estratégias diferentes sem a conversibilidade total da RMB após 2008: uma estratégia global e regional. A estratégia global visa ampliar a circulação da RMB nos mercados financeiros internacionais, também incentivando o uso da RMB como pagamento para exportações e importações. O autor argumenta que a China lançou em 2008 um programa piloto entre províncias e grandes cidades de assentamento de RMB no comércio. O programa expandiu-se para mais províncias e cidades, e para países vizinhos em 2010.

McDowell (2019) indica que o Renminbi em 2010 começou a operar em um mercado trifurcado, dividindo o aspecto chinês yuan: estritamente offshore chinês Yuan (NDF), mercado onshore chinês Yuan (CNY), e o mercado offshore Chinês Yuan fora da China (CNH). O autor argumenta que o Renminbi trifurcado pode atuar como uma ponte de um socialista para uma economia orientada para o mercado, no sentido de que os preços nos mercados onshore e offshore diferem, assim possibilitando o envio de sinal do offshore para o mercado onshore.

A estratégia global incluiu acordos bilaterais de swap (BSAs). McDowell (2019) argumenta que a técnica foi introduzida na década de 1960 com os Estados Unidos. A técnica é simplesmente um acordo no qual as partes trocam suas moedas por um determinado período e quantidade. Os BSAs agem como títulos colateralizados: “o credor detém o câmbio recém-adquirido enquanto o tomador usa seus fundos recém-adquiridos para atender às suas necessidades financeiras” (McDowell 2019, 124). O autor expõe 35 países em que a China teve BSAs em 2017, com um montante total superior a 3 trilhões de RMB.

O foco da China nos quatro elementos de internacionalização tem sido seguido por autoridades monetárias e políticas: liberalização das contas correntes, regime cambial flutuante, desenvolvimento do sistema financeiro e liberalização das contas de capital. Esses elementos devem apoiar o progresso da China através do modelo crowther, provavelmente promovendo seu deslocamento do terceiro estado de um devedor maduro para um status de credor maduro nas próximas décadas. Uma balança comercial negativa futura após a quinta etapa do ciclo de balanço de pagamentos permitirá que o Renminbi flua para outros países, ao mesmo tempo em que a China permitirá que os países acumulem reivindicações no Renminbi, a fim de financiar seus déficits em conta corrente na sexta etapa do ciclo. Esses movimentos são cruciais para a internacionalização da RMB, embora não suficientes.

Há três escolas de pensamentos sobre o futuro do Renminbi. De acordo com Harrison e Xiao (2019), a primeira escola de pensamento espera que o RMB se torne uma moeda internacional ao lado do USD. O segundo

argumenta a importância da profundidade financeira na determinação da aceitabilidade cambial, fato que atrasa a internacionalização da RMB. O terceiro descarta o potencial rmb para uma internacionalização, a menos que a China “embarque em uma ampla gama de sistemas financeiros e reformas econômicas” (Harrison e Xiao 2019, 4).

O plano regional da China priorizou a promoção do Renminbi na Ásia. Chun e Kawai (2011) argumentam que esse fato pode diferenciar o país do Japão, devido ao fato de que uma internacionalização do iene pode exigir que o país importe mais dos países do Leste Asiático, a fim de promover a moeda na região. Os autores apontam que o Japão não aceitou uma redução da conta corrente como um fardo para internacionalizar o iene. A China, adotando os quatro elementos de internacionalização e adotando planos regionais e globais, presume-se que aumente o papel da RMB, aceitando uma contração no saldo da conta corrente e se deslocando para um país mais desenvolvido em termos de economia financeira.

De acordo com o FMI (2019), a Composição Cambial das Reservas Cambiais Oficiais (COFER) pode sugerir um enfraquecimento do Dólar dos Estados Unidos e do Euro no cenário internacional. Após 2008, das reservas alocadas, as reivindicações em moedas exceto em USD ou Euro representaram 10,02%. Em 2018, a mesma composição aumentou para 17,63%, explicando uma contração de sinistros em USD e Euro de 89,98% para 82,37% no mesmo período. O efeito pode ser explicado por uma desvalorização de ambas as moedas após o GFC. No entanto, esse evento pode ter aumentado a prossução dos bancos centrais para diversificar os investimentos em carteira. Eichengreen (2011) concorda com essa mudança, ao mesmo tempo em que argumenta que a China pode aumentar seus esforços para internacionalizar o RMB em uma resposta à aversão ao USD e ao Euro.

O futuro da China é desconhecido, apesar de “nenhum país na história humana ter crescido tão rápido por tanto tempo como a China fez nas últimas três décadas” (Lin 2011, 265). Além disso, Maddison (2010 apud Lin 2011) argumenta que o caminho chinês sobre o crescimento econômico é semelhante ao do Japão, Cingapura, Coreia e Taiwan na segunda metade do século XX. Se a China continuar a crescer no mesmo ritmo, seu tamanho econômico pode superar o dos Estados Unidos em uma escala considerável. Eichengreen (2019) acentua a importância do tamanho, liquidez e estabilidade para uma potencial moeda internacional. O desafio da China em internacionalizar o Renminbi é muito maior do que o dos Estados Unidos em aumentar o USD contra a Libra Esterlina. O autor menciona que o tamanho dos mercados financeiros dos EUA já era maior do que o da Grã-Bretanha na década de 1920.

Considerações Finais

Desde a Revolução Industrial, eventos incontáveis conduziram o sistema monetário e econômico global. Este inquérito distribui esses eventos em dois períodos genéricos: o primeiro leva em conta o domínio econômico e político da Grã-Bretanha e a importância da Libra Esterlina. O segundo se concentra em um sistema monetário baseado em dólar, com os Estados Unidos como a economia líder. Portanto, nessa sucessão de eventos, um terceiro período pode se desenvolver em décadas adicionais. O principal objetivo desta tese era investigar as condições para que a China internacionalizasse o Renminbi e inferisse como o país progrediu para essa circunstância.

Após o século XVIII, a economia internacional tornou-se essencial para a responsabilização nacional e emergiu como um mecanismo essencial para apoiar o desenvolvimento econômico. A Seção 2 e 3 indicam que tanto a Grã-Bretanha quanto os Estados Unidos seguiram a mesma faixa através dos ciclos de balanço de pagamentos do Crowther. No primeiro momento, suas balanças comerciais apoiaram um aumento gradual da conta corrente, superando um resultado primário negativo. O segundo momento muda os superávits da economia real para déficits, ao mesmo tempo em que o lucro líquido do setor no exterior se tornou positivo, indicando situação dos credores e entradas financeiras.

No início do século XXI, a China continuaria a expandir zonas econômicas livres e a se concentrar em sua economia real. A Seção 4 indica que as intervenções cambiais para apoiar um Renminbi desvalorizado criaram várias consequências em termos de poupança, inflação e taxas de juros. Essas circunstâncias, juntamente com um sistema financeiro subdesenvolvido, criaram tensões sobre uma atualização necessária no setor terciário, aumentaram a importância de um sistema financeiro sombra e canais indiretos de financiamento, e começaram a reduzir os níveis potenciais de consumo futuro das famílias.

Além disso, concluímos que o aumento da produtividade da China deve e, de fato, levou a uma valorização cambial. A queda relativa dos preços externos pode atenuar gradualmente a balança comercial chinesa e, conseqüentemente, seu saldo em conta corrente. A China está posicionada na terceira etapa do ciclo de saldo de pagamentos como um país devedor maduro. A valorização do Renminbi e suas consequências na balança comercial exigem que a China aumente seu lucro líquido do exterior para contra-atacar uma balança comercial negativa futura. Como a China apresentou superávits duplos nos últimos anos, uma saída financeira é necessária para garantir retornos futuros e entradas da renda primária.

Além disso, o caminho chinês pode estabelecer características

internacionais ao Renminbi no sentido de aumentar o tamanho da economia e dos mercados financeiros da China, diminuir sua regulação do mercado financeiro e o tamanho do Estado, acentuar a independência do Banco Central e estabilizar as taxas de inflação e reduzir as barreiras comerciais. A internacionalização do Renminbi pode emergir como consequência das instituições econômicas chinesas e de sua gradual liberalização em direção a uma economia orientada pelo mercado.

REFERÊNCIAS

- Allen, F.; Qian, J.; Gu, X. 2015. “China’s Financial System: Growth and Risk”. *Now, Foundations and Trends in Finance*, Vol. 9, No. 3-4.
- Ammous, S. 2018. *The Bitcoin Standard: The Decentralized Alternative to Central Banking*. Wiley, New Jersey.
- Ang, James and McKibbin. 2007. “Warwick. Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia”, *Journal of Development Economics*, 84, issue 1, p. 215-233.
- Bowles, P.; White, G. 1989. “Contradictions in China’s financial reforms: the relationship between banks and enterprises”. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 13, No. 4, pp. 481-495.
- Chan, S. 2018. *Understanding China’s monetary policy: an institutional perspective*. Singapore, East Asian Institute, National University of Singapore.
- Chartier, C. 1998. “China: Economic Reforms and WTO Accession”. *Thunderbird International Business Review*, Vol. 40.
- Chung, D.; Kawai, M. 2011. *The Global Financial Crisis, Future of the Dollar, and the Choice for Asia*. NEAR Press, Korea, Seoul.
- Clark, G. 2007. *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World*. Princeton University Press.
- Crowther, G. 1957. *Balances and Imbalances of Payments*. Harvard University, Cambridge.
- Cui, L.; Syed, M. 2007. *Is China Changing its Stripes? The Shifting Structure of China’s External Trade and its Implications*. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Eichengreen, B. 2008. *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton University Press, New Jersey.
- Eichengreen, B. 2011. “The Renminbi as an International Currency”. University of California at Berkeley, Department of Economics, *Journal of Policy Modeling*.

- Eichengreen, B. 2014. *International Currencies Past, Present, and Future: Two Views from Economic History*. Bank of Korea, 2014. Available in: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2580651>.
- Elliott, D.J.; Yan, K. 2013. *The Chinese Financial System: An Introduction and Overview*. Washington, D.C., John L. Thornton China Center at Brookings.
- Feenstra, R.; Taylor, A. 2012. *International Macroeconomics*. New York, Second Edition.
- Ferreira, P. C.; Pessôa, S.; Santos, M. R. 2011. *Globalization and the Industrial Revolution*. Insper Working Paper.
- FRED – Federal Reserve Bank of Saint Louis Data.
- Garnaut, R.; Song, L. 2012. *China: 20 Years of Economic Reform*. ANU Press.
- Garnaut, R.; Song, L.; Fang, C. 2018. *China's 40 Years of Reforms and Development 1978-2018*. ANU Press.
- Garton, P.; Chang, J. 2005. *The Chinese currency: How undervalued and how much does it matter?*. Economic Round-up.
- Geiger, M. 2006. "Monetary Policy in China (1994-2004): Targets, Instruments and their Effectiveness". Switzerland, *Würzburg Economic Papers*.
- Guofeng, S. 2015. *Reforms in China's Monetary Policy: A Frontbencher's Perspective*. New York, Palgrave Macmillan.
- Harrison, M.; Xiao, G. 2019. "China and Special Drawing Rights - Towards a Better International Monetary System. MDPI", *Journal of Risk and Financial Management*.
- Huang, Yiping and Wang, BijuN. 2011. *From the Asian Miracle to an Asian Century? Economic Transformation in the 2000s and Prospects for the 2010s* in Gerard, Hugo and Kearns, Jonathan eds., *The Australian Economy in the 2000s*, Reserve Bank of Australia.
- Hume, D. 1768. *Essays and treatises on several subjects*. In two volumes. By David Hume, Esq. Containing Essays, Moral, Political, and Literary. Vol. 2. London, A New Edition.
- IMF. 2009. *Balance of Payments and International Investment Position Manual*. Washington, D.C., Sixth Edition (BPM6).
- IMF. 2019. *Currency Composition of Foreign Exchange Reserves*. Washington, D.C., 2019. Available in: <<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>>.
- ITO, T. 2011. *The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls*. Council on Foreign Relations, New York.
- Johansson, A.C. 2012. "Financial Repression and China's Economic Imbalances". Stockholm School of Economics, *CERC Working Paper*

22.

- Kwon, E. 2015. “China’s Monetary Power: Internationalization of the Renminbi”. Center for International Studies, Inha University, *Pacific Focus*, Vol. XXX, No. 1.
- Lardy, N.; Fellow, S. 2003. *Trade Liberalization and Its Role in Chinese Economic Growth*. Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Lin, J. 2013. “Demystifying the Chinese Economy”. *The Australian Economic Review*, vol. 46, no. 3, pp. 259–68.
- Liping, Z.; Evenett, S. 2010. *The Growth of China’s Services Sector and Associated Trade: Complementaries between Structural Changes and Sustainability*. International Institute for Sustainable Development, Canada, Winnipeg.
- Liu, Z.; Spiegel, M. 2019. “Optimal Capital Account Liberalization in China”. Shanghai University, *Working Paper* 2018-10.
- Masiero, G. 2006. “Origens e desenvolvimento das Township and Village Enterprises (TVEs) chinesas”. *Revista de Economia Política*, vol. 26, no3 (103), pp. 425-444.
- Mcdowell, D. 2019. “The (Ineffective) Financial Statecraft of China’s Bilateral Swap Agreements”. Institute of Social Studies, The Hague, *Development and Change* 50(1).
- McKinnon, Ronald; Schnabl, Gunther. 2014. “China’s Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency”, *China & World Economy*, v. 22, n. 3.
- NG, C.W.C. 2013. *An Exploration of Renminbi-USD Exchange Rate: China’s Foreign Exchange Intervention*. Economics Undergraduate Honors Thesis, University of California, Berkeley.
- Peng, W.; SHU, C. 2010. *Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi*. Palgrave Macmillan.
- Salvatore, Dominick. 2013. *International Economics: Trade and Finance*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Simonsen, M. H.; Cysne, R. P. 2009. *Macroeconomia*. Tradução . [s.l.] Atlas.
- Sit, V. 1985. *The Special Economic Zones of China: A New Type of Export Processing Zone?*. The Developing Economics, 23(1).
- De Sousa, A.T.L; De Freitas, W.D. 2018. “The 2008 financial crisis and the Renminbi internationalization”. Belo Horizonte, *Conjuntura Internacional*, vol. 15.
- Tam, O. 1987. “The Development of China’s Financial System”. *The Australian Journal of Chinese Affairs*, No. 17, pp. 95-113.
- Taube, M. 2002. *Stability in Instability: China’s TVEs and the Evolution of*

- Property Rights. ASIEN, S. 59-66.
- Thirlwall, A. P. 1986. *Balance-of-Payments Theory and the United Kingdom Experience*. Macmillan Press, Third Edition.
- Tobin, D.; Volz, U. 2018. "The Development and Transformation of the Financial System in the People's Republic of China". Asian Development Bank Institute, *ABDI Working Paper Series*, No. 825.
- USDA. 2016. *China and Hong Kong: Challenges and Opportunities*. International Agricultural Trade Report, Foreign Agricultural Service. Available in: <https://www.fas.usda.gov/sites/default/files/2016-09/09-2016_iatr_china-hong_kong_final.pdf>.
- Wakasugi, R.; Zhang, H. 2015. "Impacts of the WTO accession on Chinese exports". *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, v. 14 , n.4, p. 347-364.
- Wang, H. 1999. "The Asian financial crisis and financial reforms in China". *The Pacific Review*, Vol. 12, No. 4.
- World Bank. 2019a. *Population, total - China, World, United States*. Washington, D.C., 2019a. Available in:<<https://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL?locations=CN-1W-US>>.
- World Bank. 2019b. *GDP growth (annual %) - China*. Washington, D.C., 2019b. Available in:<<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=CN>>.
- World Bank. 2019c. *Rural population (% of total population) - China*. Washington, D.C., 2019c. Available in:<<https://data.worldbank.org/indicator/SP.RUR.TOTL.ZS?locations=CN>>.
- World Bank. 2007. *China Net trade in goods and services, in BoP, current US\$ 2001-2007*. Washington, D.C., 2019d. Available in:<<https://wits.worldbank.org/CountryProfile/en/Country/CHN/StartYear/2001/EndYear/2007/Indicator/BN-GSR-GNFS-CD>>.
- World Bank. 2019e. *Services, value added (% of GDP)*. Washington, D.C., 2019e. Available in:<<https://data.worldbank.org/indicator/NV.SRV.TOTL.ZS>>.
- Xu, G. 2018. "China's Financial Repression: Symptoms, Consequences and Causes". *The Copenhagen Journal of Asian Studies*, 36(1).
- Zhang, L.; Brooks, R.; Ding, D.; Ding, H.; He, H.; Lu, J.; Mano, R. 2018. "China's High Savings: Drivers, Prospects, and Policies". *IMF Working Paper*, Asia Pacific Department, WP/18/277.

RESUMO

O sistema monetário global desde a Revolução Industrial em dois períodos teve dois períodos. Primeiro, um período com a Grã-Bretanha como o grande poder econômico e político e a Libra Esterlina como a moeda internacional mais importante e segundo, os Estados Unidos como a economia líder e um cenário internacional baseado em dólar. A relação entre bens, dinheiro e mercados cambiais é importante para entender padrões em termos de taxa de câmbio e internacionalização cambial. Portanto, os ciclos de balanço de pagamentos crowther podem ser importantes para identificar esses padrões e servir como um padrão de referência para investigar mudanças na taxa de câmbio, e suas consequências sobre os movimentos de equilíbrio de pagamentos. Desde 1978, a China emergiu como um forte candidato a assumir o papel principal no sistema monetário global, apresentando um crescimento econômico alto e estável. Este artigo tem como objetivo investigar as condições necessárias para que a China internacionalize o Renminbi, moeda local, e infera seu status nesse progresso.

PALAVRAS-CHAVE

Taxa de câmbio; China; Renminbi; Sistema Financeiro Internacional.

*Recebido em 21 de abril de 2021
Aprovado em 23 de dezembro de 2021*