

FUNDAÇÃO UNIVERSIDADE FEDERAL DO ABC  
CENTRO DE ENGENHARIA, MODELAGEM E CIÊNCIAS SOCIAIS  
APLICADAS

GUSTAVO DE SOUZA BRUSCHI

**A ASCENSÃO INTERNACIONAL E INTERNACIONALIZAÇÃO  
DE MOEDAS: O CASO DA CHINA E DO RENMINBI**

SÃO BERNARDO DO CAMPO  
2017

GUSTAVO DE SOUZA BRUSCHI

**A ASCENSÃO INTERNACIONAL E INTERNACIONALIZAÇÃO  
DE MOEDAS: O CASO DA CHINA E DO RENMINBI**

Monografia apresentada no curso de graduação à  
Fundação Universidade Federal do ABC, Centro de  
Engenharia, Modelagem e Ciências Sociais Aplicadas,  
Curso de Ciências Econômicas para conclusão do  
curso de graduação.

Orientação: Prof. Dr. Paris Yeros

SÃO BERNARDO DO CAMPO  
2017

de Souza Bruschi, Gustavo

A ASCENSÃO INTERNACIONAL E INTERNACIONALIZAÇÃO DE MOEDAS : O CASO DA CHINA E DO RENMINBI / Gustavo de Souza Bruschi. — 2017.

126 fls. : il.

Orientador: Paris Yeros

Trabalho de Conclusão de Curso — Universidade Federal do ABC, Bacharelado em Ciências Econômicas, São Bernardo do Campo, 2017.

1. Finanças Internacionais. 2. Macroeconomia Internacional. 3. China. 4. Economia Política Internacional. I. Yeros, Paris. II. Bacharelado em Ciências Econômicas, 2017. III. Título.

GUSTAVO DE SOUZA BRUSCHI

**A ASCENSÃO INTERNACIONAL E INTERNACIONALIZAÇÃO  
DE MOEDAS: O CASO DA CHINA E DO RENMINBI**

BANCA EXAMINADORA:

Aprovado em: \_\_\_\_ / \_\_\_\_ / 2017

---

Prof. Dr. Paris Yeros  
(UFABC)

---

Profa. Dra. Valéria Lopes Ribeiro  
(UFABC)

---

Profa. Dra. Cristina Fróes de Borja Reis  
(UFABC)

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer minha família, por todo o suporte e paciência durante todos esses anos de vida. Devo tudo aos meus pais Rodrigo e Lucineia e também aos meus irmãos “pentelhos” Maria Luísa e Antônio.

Em segundo lugar, os amigos que fiz durante esses anos de UFABC, sempre contribuindo com companheirismo, discussões fortes e muita cerveja. Os grandes camaradas Renan Romero, Jonatas Silveira, Henrique Santos, Mateus Baeta e Paulo Macedo (Boulos). Não esquecendo dos “parças” Victor Pinho, Victor Camarotto, Matheus Zuchi, Bruno Pestana, Francisco Vasconcelos e Renan Telles (Renê).

Em terceiro agradeço a UFABC e pelos funcionários e professores responsáveis por seu funcionamento. Desde os seguranças, limpeza, TAs, xerox, RU e dos fretados que fazem um trabalho essencial para a universidade e sem o devido reconhecimento. E agradeço aos professores que contribuíram para o meu crescimento intelectual. Meu orientador Dr. Paris Yeros, a professora Dra. Cristina Reis com suas discussões, o professor Dr. Ramon G. Fernandez e sua grande capacidade de ajudar os alunos, as ótimas aulas do professor Dr. Manuel Ramon e Dr. Guilherme Lima.

Muito obrigado à todos.

## RESUMO

O presente trabalho tem como objeto de estudo o processo de internacionalização da moeda chinesa, o renminbi (RMB). Em meio ao comando da nação hegemônica rival, os Estados Unidos da América (EUA), e seu padrão monetário “dólar-flexível”, a China acumulou capacidades econômicas (potencial de crescimento e incorporação tecnológica) e políticas (potencial de ampliação de poder em processos decisórios internacionais) para poder promover que sua moeda soberana desempenhe suas funções (meio de troca, unidade de conta e reserva de valor) por agentes públicos e privados. No decorrer do trabalho analisa-se os determinantes de uso de uma moeda internacional (Tamanho da Economia Nacional e Integração com a Economia Mundial; Tamanho e Desenvolvimento dos Mercados Financeiros; “Responsabilidade” Macroeconômica e Valor Estável da Moeda; e 4) Poder Geopolítico) e também quais as políticas adotadas para promover o RMB internacionalmente, mapeando as políticas e evidências disponíveis nas esferas comercial e financeira de uso da moeda internacional. O estudo conclui que no curto prazo a moeda chinesa não venha ameaçar o dólar e que no longo prazo a moeda caminhe para tornar-se uma moeda de referência na Ásia.

Palavras-Chave: Finanças Internacionais, Macroeconomia Internacional, China, Economia Política Internacional.

Códigos JEL: F31, F32, F32, F41

## SUMMARY

The present work has as object of study the process of internationalization of the Chinese currency, the renminbi (RMB). Amidst the rival hegemonic nation's leadership, the United States of America (USA), and its "dollar-flexible" monetary standard, China has accumulated economic capabilities (growth potential and technological incorporation) and political capabilities (potential of power expansion in international decision-making processes) to enable its sovereign currency to perform its functions (medium of exchange, unit of account and reserve of value) by public and private agents. This work analyzes the determinants of the use of an international currency (Size of the National Economy and Integration with the World Economy; Size and Development of Financial Markets; "Macroeconomic Responsibility" and Stable Currency Value, and 4) Geopolitical Power) and also the policies adopted to promote RMB internationally, mapping the policies and available evidence in the commercial and financial spheres of international currency use. The study concluded that in the short term the Chinese currency will not threaten the dollar and that in the long term the currency will tread to become a benchmark currency in Asia.

Key-Words: International Finance, Open Economy  
Macroeconomics, China, International Political  
Economy.

JEL Codes: F31, F32, F32, F41

# SUMÁRIO

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. INTRODUÇÃO</b>   | <b>10</b> |
| 1.1. O DESENVOLVIMENTO CHINÊS – UMA VISÃO ATUAL DO ESTÁGIO                         | 10        |
| 1.2. A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI - UMA VISÃO GERAL                           | 14        |
| 1.3. HIPÓTESE, METODOLOGIA, OBJETIVO (GERAL E ESPECÍFICOS) E ESTRUTURA DO TRABALHO | 15        |
| <b>2. O QUADRO ANALÍTICO</b>   | <b>18</b> |
| 2.1. ASPECTOS TEÓRICOS DE UMA MOEDA INTERNACIONAL - UMA REVISÃO BIBLIOGRÁFICA      | 18        |
| 2.1.1. “O que é uma Moeda Internacional ?”   | 18        |
| 2.2. ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL - UMA REVISÃO BIBLIOGRÁFICA                   | 20        |
| 2.2.1. Teoria da Estabilidade Hegemônica   | 21        |
| 2.2.2. Teoria dos Sistemas-Mundo   | 23        |
| 2.2.3. Economia Política Internacional e a Internacionalização do Renminbi         | 27        |
| 2.3. A MOEDA INTERNACIONAL: SUAS FUNÇÕES E DETERMINANTES DE USO                    | 28        |
| 2.3.1. Os Usos Públicos e Privados da Moeda Internacional                          | 29        |
| 2.3.1.1. <i>Usos Privados - Meio de Pagamento (Moeda Veicular)</i>                 | 31        |
| 2.3.1.2. <i>Usos Privados – Unidade de Conta (Moeda de Faturamento)</i>            | 31        |
| 2.3.1.3. <i>Usos Privados – Reserva de Valor (Moeda Bancária)</i>                  | 32        |
| 2.3.1.4. <i>Usos Públicos - Meio de Pagamento (Moeda de Âncora)</i>                | 33        |
| 2.3.1.5. <i>Usos Públicos – Unidade de Conta (Moeda de Intervenção)</i>            | 34        |
| 2.3.1.6. <i>Usos Públicos – Reserva de Valor (Moeda de Reserva)</i>                | 35        |
| 2.3.1.7. <i>As Funções das Moedas Internacionais e a Hierarquia do Sistema</i>     | 35        |
| 2.3.2. Determinantes do Uso de Uma Moeda Internacional                             | 37        |
| 2.3.2.1. <i>Tamanho da Economia e Integração com a Economia Mundial</i>            | 38        |
| 2.3.2.2. <i>Tamanho e Desenvolvimento dos Mercados Financeiros</i>                 | 40        |
| 2.3.2.3. <i>“Responsabilidade Macroeconômica” e Valor Estável da Moeda</i>         | 41        |
| 2.3.2.4. <i>Poder Geopolítico</i>  | 41        |
| <b>3. ANÁLISE DOS DETERMINANTES DO USO INTERNACIONAL DA MOEDA CHINESA</b>          | <b>44</b> |
| 3.1. TAMANHO DA ECONOMIA E INTEGRAÇÃO COM A ECONOMIA MUNDIAL                       | 44        |
| 3.1.1. Dimensão Macroeconômica do Crescimento Chinês (1997-2014)                   | 45        |
| 3.1.2. Composição Setorial do Crescimento Chinês (1997-2014)                       | 48        |
| 3.1.3. Integração da China com a Economia Mundial                                  | 51        |
| 3.2. TAMANHO E DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS FINANCEIROS                            | 56        |
| 3.2.1. A Estrutura do Sistema Bancário Chinês e Suas Características               | 57        |
| 3.2.2. O Mercado de Títulos Chinês e suas Características                          | 58        |
| 3.2.3. O Mercado de Ações Chinês e suas Características                            | 60        |
| 3.2.4. O Crescente “Shadow Banking” Chinês   | 62        |
| 3.3. “RESPONSABILIDADE MACROECONÔMICA” E VALOR ESTÁVEL DA MOEDA                    | 64        |
| 3.3.1. Política Macroeconômica da China (1997-2014)                                | 65        |
| 3.3.1.1. <i>Política Monetária (1997-2014)</i>                                     | 66        |
| 3.3.1.2. <i>Política Fiscal (1997-2014)</i>  | 67        |



|  |            |
|--|------------|
| 3.4. PODER GEOPOLÍTICO .....   | 68         |
| 3.4.1. Participação em Instituições Internacionais e Poder Militar da China .....  | 69         |
| 3.4.2. Transição Internacional e suas Ações Recentes .....   | 74         |
| <b>4. ANÁLISE DOS DETERMINANTES DO USO INTERNACIONAL DA MOEDA CHINESA .....</b>  | <b>76</b>  |
| 4.1. OS OBJETIVOS E A ESTRATÉGIA DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO RMB .....   | 76         |
| 4.2. O USO <i>OFFSHORE</i> DO RENMINBI .....   | 78         |
| 4.2.1. Denominação de Operações de Comércio Exterior em RMB .....  | 78         |
| 4.2.2. Liquidação de Investimento Direto em RMB .....  | 81         |
| 4.2.3. Depósitos <i>Offshore</i> em RMB .....  | 82         |
| 4.2.4. Títulos <i>Offshore</i> em RMB (“ <i>Dim Sum Bonds</i> ”) .....   | 82         |
| 4.2.5. Participações Estrangeiras em RMB .....   | 84         |
| 4.3. TRADING <i>OFFSHORE</i> DE RENMINBI .....   | 84         |
| 4.4. POLÍTICAS SUBJACENTES DE PROMOÇÃO DO RENMINBI .....   | 84         |
| 4.4.1. Abertura Gradual das Contas de Capital .....  | 88         |
| 4.4.1.1. <i>Canais de Fluxos de Saída (Outflows)</i> .....   | 90         |
| 4.4.1.2. <i>Canais de Fluxos de Entrada (Inflows)</i> .....  | 92         |
| 4.4.2. Reforço do Sistema Financeiro Doméstico .....   | 94         |
| 4.4.2.1. <i>Liberalização das Taxas de Juros</i> .....   | 95         |
| 4.4.2.2. <i>Programa de Seguro de Depósitos</i> .....  | 95         |
| 4.4.2.3. <i>Fortalecimento da Gestão de Líquidez</i> .....   | 96         |
| 4.4.2.4. Controle de Operações Bancárias Paralelas .....   | 97         |
| 4.4.2.5. <i>Liberalização da Taxa de Câmbio do RMB</i> .....   | 97         |
| 4.4.3. Melhorias na Infra-Estrutura de Pagamentos Transfronteiriços e Liquidez <i>Offshore</i> .....   | 97         |
| 4.4.4. Linhas de <i>Swaps</i> Cambiais Bilaterais .....  | 98         |
| 4.4.5. Inclusão do Renminbi na Cesta de Direitos Especiais de Saque (DES) .....  | 101        |
| 4.4.6. Internacionalização do Renminbi e seus Impactos no Sistema Monetário Internacional (SMI) e as Consequências para a China – Reflexões da Literatura..... | 103        |
| 4.4.6.1. <i>O Renminbi Global, Um Sistema Monetário Multipolar ?</i> .....   | 103        |
| 4.4.6.2. <i>O Renminbi Regionalmente, Uma Moeda Asiática ?</i> .....   | 108        |
| 4.4.6.3. <i>Consequências para China</i> .....   | 111        |
| <b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>   | <b>113</b> |
| <b>6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>   | <b>118</b> |

# **1. INTRODUÇÃO**

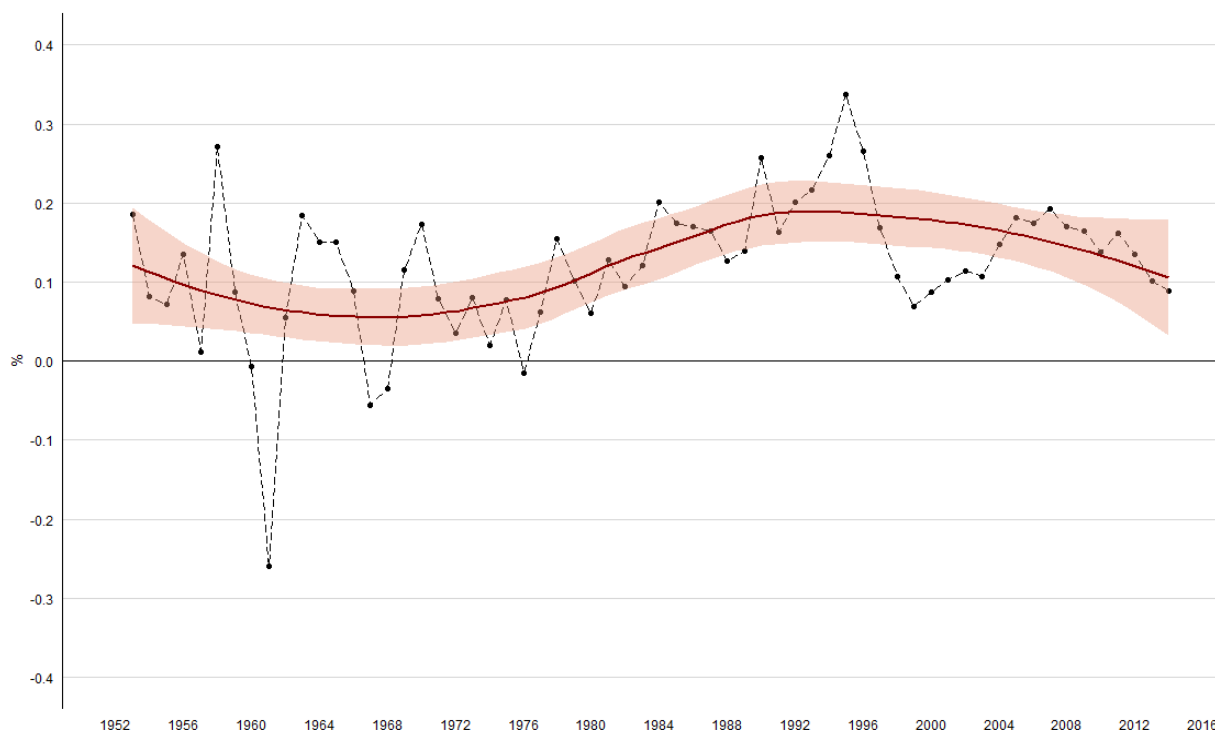
A ascensão chinesa é um fenômeno de grande importância na economia mundial como um todo. Atualmente o país é uma das principais economias do mundo e muitas questões sobre esse fato são feitas. Se a China se tornará a nova grande potência hegemônica ? Se sim, como um sistema mundial centralizado na China seria ? E se não, quais as implicações para a economia mundial ? Portanto, trata-se de uma questão muito importante para o desenrolar da economia mundial.

Atualmente a China encontra-se em uma posição econômica de destaque internacional, se comparada há cerca de 30-40 anos atrás. Este trabalho entende que a trajetória de desenvolvimento da China seguiu um método particular de ascensão política e econômica internacionalmente. As duas primeiras décadas após as reformas lideradas por Deng Xiaoping, possibilitaram a consolidação de um modelo de desenvolvimento caracterizado por uma forte abertura comercial e atração de investimento direto estrangeiro (IED) (Medeiros, 2013). O novo modelo, possui suas virtudes e problemas, criaram condições para o país perseguir o objetivo de internacionalização de sua moeda, o renminbi. O que será o objeto de estudo da presente monografia.

## **1.1. O DESENVOLVIMENTO CHINÊS - UMA VISÃO DO ATUAL ESTÁGIO**

A China é atualmente a segunda maior economia do mundo e sua produção industrial e seu setor exportador são fatores-chave para o crescimento mundial. Alguns dados comprovam esse estado da arte da economia chinesa. Segundo o *National Bureau of Statistics of China (NBS)* o Produto Interno Bruto (PIB) do período 1952-2014 apresentou uma taxa de crescimento médio beirando os 9-10% ao ano e com uma tendência positiva ao longo de 6 décadas (ver Figura 1).

Figura 1 - Taxa de Crescimento do PIB Chinês no Longo Prazo (1952-2014)



Fonte: NBS (National Bureau of Statistics)

Obs: Série com preços reais de 2011.

O crescimento econômico da China tem sido dominado por uma tendência internacionalizante de 30-40 anos até agora. Após a série de reformas iniciada em 1978, o crescimento econômico da China foi impulsionado pela atração de investimento orientado para a indústria e pelas exportações em larga escala. Esse modelo de desenvolvimento promoveu o reconhecimento do país como uma economia de mercado, o que levou à sua ascensão como um dos membros da Organização Mundial do Comércio (OMC) em 2001, quando o país assumiu alguns compromissos internacionais no que diz respeito às suas metas de abertura.

A intensificação da abertura econômica, que foi realizada ao final dos anos 1990 promoverem uma reforma do sistema bancário, segmentos dos mercados de capitais foram criados e/ou alinhados aos parâmetros internacionais, o comércio foi liberalizado,

o regime cambial foi alterado e procurou-se atrair capital e tecnologia do exterior e, posteriormente, aumentar a propriedade de ativos fora do país (Medeiros, 2013). Para Andrade e Cunha (2010), desde o final da década de 1970 houve uma transição lenta e gradual de uma economia planejada e fechada para uma economia de mercado globalizada.

Além das grandes taxas de crescimento do PIB e da liderança no comércio internacional mencionados anteriormente. A China também possui o maior estoque mundial de reservas cambiais, que excedeu US\$3,9 trilhões em 2014, conforme dados do Fundo Monetário Internacional (FMI).

A lógica de desenvolvimento econômico da China foi baseada na extração de benefícios do sistema vigente. Porém, isso não quer dizer que a China conseguiu estes resultados aderindo ao modelo liberal vigente, como muitos países fizeram com o fim da Guerra Fria. Segundo Dooley e Garber (2005) os países periféricos com maior sucesso na promoção do crescimento vêm perseguindo os ecos das estratégias desenvolvimentistas e intervencionistas (em especial, com relação à regulação dos mercados financeiros) que viabilizaram a reconstrução europeia e japonesa no pós-guerra, e no caso da China, ocorreu a particularidade de não haver o guarda-chuva militar dos EUA e nem um grande programa de investimento para o desenvolvimento econômico.

Para alguns estudiosos, a ascensão chinesa global é fruto de uma “ascensão pacífica”. Pelo fato de após 1978, o país desenvolver-se sem abraçar invasões, colonizações e conflitos armados.

No 16º Congresso Nacional do Partido Comunista Chinês, realizado em 2002, foram estabelecidas as metas de longo prazo de crescimento<sup>1</sup>. O plano tem como objetivo fazer a China sustentar um ritmo elevado de crescimento, em torno 7% ao ano pelos 50 anos seguintes. No plano fica evidente o modelo de “ascensão pacífica” que a China deseja seguir. Esse modelo pretende evitar os conflitos armados e irá buscar a paz e cooperação

---

<sup>1</sup> O plano está disponível em (<http://www.china.org.cn/english/features/49007.htm>, acesso em Outubro de 2016).

com as demais nações. Nas palavras de Bijian (2005): “A China não irá seguir o caminho que levou a Alemanha a Primeira Guerra Mundial, e a Alemanha e Japão a 2ª Guerra Mundial, quando esses países pilharam recursos de forma violenta ou perseguiram a hegemonia. Tampouco a China seguirá o caminho das grandes potências que, na Guerra Fria, competiram pela dominação global. Ao invés disso, a China irá transcender as diferenças ideológicas para aspirar paz, desenvolvimento e cooperação com todos os países do Mundo.”

Porém, o crescimento e ascensão do país isso não impediu que algumas crises e instabilidades ocorressem (Cintra e Martins, 2013; Chin e Yong, 2010; Cunha e Biancarelli, 2005). Uma face da resistência contra esses eventuais problemas, foi a adoção de uma diplomacia econômica especial (Cunha e Biancarelli, 2005). Essa diplomacia era baseada na mudança regime cambial. De um “*dollar-peg*” que durou cerca de 10 anos para uma flutuação administrada por bandas, com base em uma cesta de moedas (dólar americano, euro, *yen* japonês e *won* sul-coreano). Esse modelo permitiu superávits nas contas corrente e de capital, e também agiu como estratégia defensiva contra a especulação externa.

No âmbito das relações internacionais a China eleva a sua participação, e Cohen (2014) afirma que houve um aumento do reconhecimento internacional de Beijing e de sua influência global. Primeiramente, a estratégia de desenvolvimento adotada após 1978, provocou uma transição lenta e gradual de uma economia planejada e fechada para uma economia de mercado globalizada (Chow, 2007; Li, 2015).

A gênese da série de reformas econômicas na China veio com a chegada de Deng Xiaoping ao poder em 1978. As primeiras reformas buscam retomar o crescimento econômico, através da modernização de alguns setores estratégicos, como: agricultura; indústria e comércio; ciência e tecnologia; e o setor militar. As reformas no sistema financeiro só ocorreram durante a década de 1980, em que o governo pretendia principalmente mudar severamente a forma de atuação dos bancos estatais. A partir desse momento a China passa a liberalizar gradualmente seu sistema, porém mantendo um forte controle e intervenções estratégicas, devido a preocupação das autoridades com possíveis riscos dessa integração. Entre os controles relativos ao papel internacional da

moeda, estão os sobre as contas de capital do balanço de pagamentos e o controle sobre o sistema financeiro.

Conforme o trabalho mostrará, a China adotou um processo de internacionalização gradual (Cintra e Martins, 2013; Eichengreen, 2015). No primeiro estágio o governo chinês expandiu o uso *offshore* da moeda estabelecendo um mercado de títulos (“*dim sum bonds*”) e através da liquidação das operações em RMB. De tal maneira que as firmas responsáveis recebem em RMB e mantém depósitos em Hong Kong, na China (continental), ou nos centros *offshore*. Firms e bancos que obtém esses balanços podem expandir seus investimentos no território chinês. Outra dimensão do processo é a negociação de swaps cambiais bilaterais através do PBoC com bancos centrais estrangeiros para prover uma liquidez em RMB. Com a intenção de encorajar as agências estrangeiras à permitirem que suas empresas e bancos negociem em RMB.

## **1.2. A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI - UMA VISÃO GERAL**

O desenvolvimento econômico e a ascensão participativa na comunidade internacional são realizações frutos de todo esse processo de desenvolvimento, dado a forma que o país inseriu-se na economia internacional. Porém, diferentemente de outras nações como os EUA, alguns países europeus e até mesmo o Japão, a China não desenvolveu seus mercados financeiros e monetários ao ponto do país promover o uso de internacional de sua moeda, o renminbi (RMB). Mas a posição da China no século XXI conta com muitos fatores que estão encorajando o processo de internacionalização do renminbi.

Um dos fatores identificados foi o desenvolvimento de seu sistema financeiro, desempenhando um papel crítico na expansão chinesa através de crédito e financiamento (Burlamaqui, 2015; Cousin, 2011; Walter e Howie, 2012). O desenvolvimento de mercados financeiros é um determinante importante para o processo de internacionalização de moedas. Isso encorajou o processo de internacionalização de sua moeda, o renminbi (RMB). Dessa maneira, nota-se que autoridades do governo

chinês, como o People's Bank of China (PBoC), e outros órgãos do governo adotaram políticas para promover o amplo uso do RMB fora do território chinês (Eichengreen e Kawai, 2015). Alguns autores afirmam que políticas do governo chinês para promover o RMB como moeda internacional estão intimamente relacionados com os objetivos das políticas macroeconômicas adotadas e o desenvolvimento gradual do mercado financeiro doméstico (Prasad, 2016).

Conforme colocado na sessão anterior, uma das faces do aumento da ascensão internacional chinesa é sua participação ativa na comunidade internacional, em especial no G-20 que inclui os outros países em desenvolvimento, como os integrantes do BRICS. Nesses espaços, a Crise de 2008 reforçou a posição das autoridades chinesas em defender a revisão do sistema monetário internacional e fez duras críticas ao papel do dólar como moeda chave do sistema. Em Março de 2009, em um dos encontros do G-20, o presidente do People's Bank of China (PBoC), o banco central chinês lançou um artigo declarando que defende uma reforma do sistema monetário internacional<sup>2</sup>. Zhou Xiaochuan propôs modificações nos Direitos Especiais de Saque (DES) do FMI, com a finalidade de criar uma nova moeda de reserva internacional que substituísse, ou que chegue a concorrer com o dólar.

Atualmente, os DES têm base em uma cesta de moedas que inclui o dólar, a libra, o euro e o *yen*. Entre as modificações propostas por Zhou, consta incluir novas moedas na cesta, entre elas o renminbi. Conforme será mostrado no Capítulo 4, houve uma mudança na política de pesos na cesta do DES, que acabou por favorecer o renminbi. Combinado ao esforço das autoridades chinesas em reformar seu sistema financeiro, e em Outubro de 2016, o FMI anuncia a nova composição da cesta do DES com a inclusão do renminbi.

### **1.3. HIPÓTESE, METODOLOGIA, OBJETIVO (GERAL E ESPECÍFICOS) E ESTRUTURA DO TRABALHO**

---

<sup>2</sup> No discurso do presidente do banco central chinês Zhou Xiaochuan (2009). Ele defende uma moeda de reserva internacional, como por exemplo os Direitos Especiais de Saque (DES).

O objeto de pesquisa desta monografia é o processo de internacionalização da moeda chinesa, o renminbi. O crescimento econômico e a acumulação de capacidades políticas da China dos últimos anos são fatores que proporcionaram as bases materiais para atingir tal objetivo.

Portanto, a hipótese que o trabalho assume é que o modelo de desenvolvimento chinês adotado após a segunda metade da década de 1990, baseado em uma inserção internacional mais intensificada criou as condições econômicas (potencial de crescimento e incorporação tecnológica) e políticas (potencial de ampliação de poder em processos decisórios internacionais) para que as autoridades capazes implementar as políticas de internacionalização do renminbi no Sistema Monetário Internacional (SMI).

Dado a hipótese do trabalho, serão traçados um objetivo geral e objetivos específicos. O objetivo geral da monografia é investigar o processo de internacionalização do renminbi, mostrando como a ascensão internacional chinesa pode influenciar o status do renminbi internacionalmente, ou seja, desempenhando suas funções de meio de troca, unidade de conta e meio de reserva para agentes públicos e privados.

O objetivo geral é desdobrado em objetivos específicos, com a finalidade de operacionalizar a pesquisa:

1) O primeiro objetivo específico é analisar os determinantes por trás do uso do renminbi internacionalmente: através da análise do processo de ascensão internacional da China; e assim analisar as evidências disponíveis sobre os determinantes de uso internacional do renminbi.

2) O segundo é analisar quais as políticas adotadas para promover o renminbi internacionalmente: mapeando as políticas nas esferas comercial e financeira de uso da moeda internacional; analisar as evidências disponíveis sobre o uso internacional do renminbi; e por fim discutir as consequências do renminbi para o SMI e para a própria China.



A monografia segue a linha do ramo de economia internacional, portanto utiliza-se de recursos metodológicos qualitativos produzidos nessa disciplina. E para analisar as evidências disponíveis, utiliza-se de métodos quantitativos para responder as questões colocadas no projeto.

A metodologia do trabalho tem como base a análise das evidências disponíveis sobre fenômeno estudado: a internacionalização do renminbi. A metodologia consiste inicialmente na coleta dos dados que oferecem algum grau de explicabilidade para o fenômeno estudado, ou seja, as evidências do trabalho partem dos pressupostos encontrados na pesquisa bibliográfica. Os dados utilizados no trabalho foram coletados em bancos de dados de fontes estatais, privadas e órgãos multilaterais. O próximo passo foi a estruturação adequada e análise dos dados de forma descritiva, com a finalidade de retratar os mesmos. Por fim, é feito o estabelecimento das relações entre os dados coletados com o fenômeno estudado, de forma que seja possível explicar como ocorreu a internacionalização do renminbi até o momento, contemplando os objetivos específicos do trabalho, que são analisar os determinantes do processo de internacionalização e analisar as políticas adotadas durante o processo.

No Capítulo 2, é feita a revisão bibliográfica do que a literatura entende por moeda internacional, com a finalidade de definir um quadro analítico para operacionalizar a pesquisa. E nos Capítulos 3 e 4, cada um dos objetivos parciais da monografia são contemplados. No Capítulo 3, são analisados os determinantes por trás do uso do renminbi internacionalmente. No capítulo 4, investiga-se as propostas e os avanços do processo de internacionalização do renminbi e as consequências para o SMI e a própria China. Por fim, o capítulo 5 apresenta as considerações finais acerca do que foi desenvolvido ao longo do trabalho.

## **2. O QUADRO ANALÍTICO**

O conjunto de sessões deste capítulo fazem a revisão bibliográfica acerca do que se entende por moeda internacional e o que é processo de internacionalização de moedas. A intenção da revisão é proporcionar as bases teóricas para definir um quadro analítico para analisar o processo de internacionalização do renminbi nos capítulos seguintes. Para atingir esse objetivo, o capítulo está dividido em sessões.

A primeira sessão visa conceituar de forma sucinta o que é uma moeda internacional, o que é o processo de internacionalização de moeda. A segunda sessão faz revisão da literatura de economia política internacional, que trata do papel das nações hegemônicas do sistema internacional na internacionalização de moedas e como os estados hegemônicos utilizam os poderes em outras esferas (como militar e política) para impor sua moeda nacional como a principal do sistema. A terceira sessão irá concentrar-se em como as três funções da moeda (meio de troca, unidade de conta, e reserva de valor) são desempenhadas em âmbito internacional, ou seja, sobre agentes não residentes onde a moeda é normalmente emitida.

### **2.1. ASPECTOS TEÓRICOS DE UMA MOEDA INTERNACIONAL - UMA REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

#### **2.1.1. “O que é uma Moeda Internacional ?”**

Por política de internacionalização da moeda, entende-se “a ação pública empreendida para alterar favoravelmente as percepções das funções da moeda nacional por agentes não residentes” (Reiss, 2015). As funções da moeda são os papéis que ela

assume na economia, e por consenso e/ou convenção na teoria econômica foram adotadas três funções: meio de troca, unidade de conta, e reserva de valor. Toma-se a seguinte definição de internacionalidade da moeda como “a propriedade multidimensional de uma moeda ter suas funções reconhecidas além das fronteiras do território sujeito à autoridade de seu estado emissor” (Reiss, 2015).

Essa conceituação é muito útil para operacionalizar a análise do processo de internacionalização do renminbi. Conforme Eichengreen (2015), o sucesso da internacionalização do RMB caminha no sentido de reforçar a sua atratividade como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. Portanto, o trabalho apresenta uma revisão bibliográfica acerca da internacionalização de uma moeda, definindo as principais ideias referentes à suas características e funções no sistema internacional.

As características de uma moeda internacional, ou seus graus de internacionalidade têm sido discutidos na literatura. Essas discussões ocorreram em diversos momentos no tempo e em diversos espaços geográficos. Alguns exemplos de discussões marcantes são: a ascensão da libra esterlina após a Revolução Industrial; o papel das instituições norte-americanas durante a ascensão do dólar como moeda de referência internacional; a experiência de integração monetária na União Europeia, que substituiu as moedas nacionais anteriores pelo euro; e também a tentativa de internacionalização do *yen* durante a expansão da economia japonesa nos anos 1990. Já esse trabalho analisa os esforços da internacionalização do renminbi na década atual, em um momento de transição em que a China figura como a segunda maior economia mundial, líder em exportações e com a intenção de projetar-se no plano geopolítico.

Muitos trabalhos apresentam diferentes definições para “moedas internacionais”. Frankel (2012) define como “uma moeda utilizada fora de seu país”, já Kenen (2011) define que “uma moeda internacional é uma que seja usada e tida além das fronteiras do país emissor, não apenas para os residentes daquele país, mas também, e substancialmente, para transações entre não residentes”. A dominação e liderança entre as demais moedas também é um fator utilizado nas definições de moeda internacional, como vemos em Eichengreen e Flandreau (2012) ao estudar a ascensão do dólar sobre a libra esterlina.

## **2.2. ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL - UMA REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

A Economia Política Internacional é um ramo das Ciências Sociais que estuda, de forma interdisciplinar, as conexões entre Economia e Política, além dos limites de um único Estado, ou seja, no plano internacional.

O estudo das moedas internacionais, portanto, considera outros aspectos além dos econômicos, como por exemplo, o poder geopolítico das nações. Em geral, isso foi motivado graças ao estabelecimento de nações com grandes poderes nas esferas militares, econômica e política. As moedas nacionais dessas nações são utilizadas além de seu território soberano, de tal maneira que grande parte das demais nações do globo acabam por utilizar essas moedas. Ou seja, essas nações estabeleceram a principal moeda no sistema econômico internacional.

Sendo assim, a Economia Política Internacional se pergunta porque essas moedas existem ? E quais os determinantes para o domínio internacional dessas moedas ? Quais as consequências políticas e econômicas da existência dessas moedas ? Existem duas correntes distintas teoricamente na Economia Política Internacional que buscam responder esses fenômenos.

A primeira visão sobre o tema, é chamada de “*Teoria da Estabilidade Hegemônica*”. A visão argumenta que os ciclos econômicos mundiais ocorrem em torno de uma nação hegemônica, e que essa nação tem um papel de estabilizar o sistema político e econômico. Já a segunda visão sobre o tema, é baseada na “*Teoria dos Sistemas-Mundo*”. Que argumenta o contrário, pois segundo a visão, as nações hegemônicas utilizam-se de suas posições privilegiadas para impor seus interesses no sistema interestatal. O uso de métodos coercitivos como violência e repressões faz parte do arsenal do Estado-nação hegemônico, e aqui a moeda é reflexo da hierarquia de poder de seus estados emissores.

### 2.2.1. Teoria da Estabilidade Hegemônica

A “*Teoria da Estabilidade Hegemônica*” é atribuída ao trabalho desenvolvido inicialmente por Kindleberger (1973) e posteriormente ao trabalho de Gilpin (1983), com o intuito de dar uma explicação para as causas da Grande Depressão. Ele argumentou que o caos econômico entre a Primeira Guerra Mundial e a Segunda Guerra Mundial que levou à Grande Depressão foi parcialmente atribuível à falta de um líder mundial com uma economia dominante em tempos normais e em tempos de crise.

A falta de liderança nos tempos normais, foi devido ao não fornecimento de: 1) Facilidades de desconto, para manter investimentos nos países mais pobres; e 2) Prover alguma ordem macroeconômica, no sentido de manter as taxas de câmbio estáveis e coordenar as políticas dos principais países. Nos tempos de crise, a nação hegemônica também teria certas responsabilidades: 1) Como abrir o mercado de bens, sendo um suprimento extra nos tempos de depressão e aperto; e 2) ser um “emprestador de último recurso” (“*lender of last resort*”) em crises financeiras. Em suma, as funções do líder são o empréstimo de capital, a criação de um regime de câmbio e coordenação macroeconômica, a manutenção de mercados abertos e o credor de último recurso (Kindleberger, 1973).

Segundo essa visão, esses elementos são tratados como “bens públicos”, ou seja, bens não-rivais e não-exclusivos (ou inclusivos), que sejam indispensáveis para o funcionamento do sistema econômico internacional. No modelo do autor, o livre comércio existia devido à desagregação geral do sistema senhorial e da guilda e a chamada política de oferta. Essa política se dava através de uma estrutura complexa de regulamentações sociais e não do que propriamente através das trocas no mercado. E por fim, isso determinava a organização da atividade econômica doméstica e no exterior (Kindleberger, 1973). O raciocínio de Kindleberger tocou mais do que a economia: a idéia central por trás da “*Teoria da Estabilidade Hegemônica*” é que a estabilidade do sistema

global, em termos de política, direito internacional e assim por diante, depende da nação hegemônica para desenvolver e fazer cumprir as regras do sistema.

Uma contribuição importante para a “*Teoria da Estabilidade Hegemônica*” é desenvolvida por Gilpin (1983). Sob a ótica do realismo, o autor afirma que o sistema mundial tende ao equilíbrio, e portanto, há ascensões e quedas de hegemonias que irão definir o conjunto de regras (de sua preferência) do sistema. O que define o estabelecimento da nova nação hegemônica são as “*guerras hegemônicas*” entre as nações rivais, em que a troca dessa nação irá definir o novo conjunto de regras do sistema e também fornecendo os bens públicos (Gilpin, 1983). Um exemplo dessa visão são as tentativas dos Estados Unidos de inicializar uma moeda estável por meio do Fundo Monetário Internacional (FMI), o uso do padrão-ouro, o estabelecimento do Banco Mundial, a defesa mundial através da Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN) e também a democracia. Segundo Gilpin (1983), essas são normas que os EUA mostraram ter preferência e sendo assim, passaram as últimas décadas colocando-as em prática no seu novo sistema.

Em posição oposta à dos realistas, os autores liberais institucionalistas, Keohane e Nye (1977), afirmam que as estruturas hegemônicas de poder dominadas por um só país conduzem à formação de regimes internacionais fortes, com regras precisas e obedecidas por todos. Os regimes econômicos internacionais fortes dependem de um poder hegemônico, ao passo que a fragmentação do poder entre países em competição leva à fragmentação do regime. Poderes maiores e menores têm incentivos para colaborar dentro de um regime internacional, pois a potência hegemônica ganha capacidade de configurar e dominar seu entorno internacional, enquanto administra um fluxo suficiente de benefícios à pequenas e médias potências com interesses em comum.

Por outro lado, à medida que a distribuição de recursos (especialmente econômicos) se torna mais equitativa, aumentam os custos do hegemom em manter estabilidade e o cumprimento das regras, e os regimes se debilitam. Inicia-se assim um período de transição e de instabilidade. Para os autores, a concentração de poder indica é um “mal necessário”, na medida em que traz estabilidade ao sistema.

### 2.2.2. Teoria dos Sistemas-Mundo

Os autores da “*Teoria dos Sistemas-Mundo*”, em especial, Wallerstein (1974) afirmam que o mundo é um sistema de estruturas burocráticas com um único centro político e uma divisão única de trabalho e diversos sistemas culturais. Sendo assim, são críticos da “*Teoria da Estabilidade Hegemônica*” na medida em que a condição de hegemonia é disputada e transitória, e não uma função institucional determinada por algum tipo de consenso (Wallerstein, 1974). Portanto essa disputa interestatal irá gerar nações com maior poder político e econômico (nações centrais), nações com menor poder político e econômico (nações periféricas) e nações que estão entre as duas citadas anteriormente (nações semiperiféricas).

As lideranças dos "ciclos hegemônicos" nos últimos 500 anos estiveram sob o comando sucesso dos seguintes Estados-nação: pelos Países Baixos, no século XVII, com a instituição da Paz de Vestfália durante a emergência dos Estados europeus; pela Grã-Bretanha; no século XIX, com o movimento dos Estados europeus para o domínio global; e pelos Estados Unidos, no século XX, onde o sistema perde eurocentricidade e ganha um maior alcance e penetração (Arrighi, 1996; Wallerstein, 1974).

A definição de hegemonia proposta por essa corrente é muito diferente do que a “*Teoria da Estabilidade Hegemônica*” propõe. Seguindo a definição de Wallerstein (1974), a hegemonia é uma condição adquirida por um Estado-nação dentro do sistema mundial, em que a competição pela expansão resulta na concentração de poderes econômico e político. O autor também enfatiza que a hegemonia se mantém através de métodos de coerção para se apresentar e ser percebido como portador de um interesse geral. Porém, isso vai além de uma pura e simples dominação, pois hegemonia também é o poder adicional acumulado por um grupo dominante em virtude de sua capacidade de conduzir a sociedade em uma direção que não serve apenas aos interesses do grupo dominante, mas também por grupos subordinados como servindo um interesse mais geral (Wallerstein, 1974; Arrighi e Silver, 1999).

No curso dessas expansões competitivas, as hegemonias nascentes adquirem vantagens decisivas primeiro na produção, depois no comércio e então nas finanças. Porém, além desses aspectos, as hegemonias são estabelecidas através da vitória de uma “guerra mundial” (por exemplo, a Guerra dos Trinta Anos de 1618-1648; as Guerras Napoleônicas de 1792-1815; e as guerras Eurasianas de 1914-1945), de tal maneira que esta guerra expande as vantagens decisivas do vencedor e no pós-guerra ocorre um assentamento/estabelecimento desenhado com o objetivo de proteger o vencedor (Wallerstein, 1974).

O novo assentamento/estabelecimento é marcado por um “liberalismo global” em que há o cumprimento da lógica dos livres fluxos dos fatores de produção (bens, capital e trabalho) (Wallerstein, 1974). Segundo o autor, o “liberalismo global” serve o propósito de consolidar as vantagens decisivas da hegemonia e também deslegitimar qualquer esforço dos demais Estados contra o poder hegemônico. Porém Wallerstein (1974) coloca dois aspectos contraditórios nesse modelo: 1) O fato das demais nações absorverem a *expertise* tecnológica gerada no poder hegemônico; e 2) O fato da expansão da nação hegemônica acabar aumentando a renda de seus trabalhadores. Dessa forma, essas duas contradições acabam por minar as vantagens decisivas do poder hegemônico, de tal forma que leve para uma novo período de competição expansiva.

A liderança no contexto internacional é marcada por dois fenômenos diferentes. 1) Primeiro, liderança é a capacidade de uma nação dominante se tornar o modelo para os demais estados para emular e assim os atrair para o seu próprio caminho de desenvolvimento; e 2) Segundo, liderança é a capacidade de uma nação dominante direcionar os demais estados à perseguir um interesse geral. Conforme apontado por Arrighi e Silver (1999), vemos que o primeiro fenômeno pode gerar competidores potenciais que diminuem o poder hegemônico, e o segundo fenômeno infla o poder hegemônico na medida em que um estado ganha poder vis-à-vis os demais estados.

Arrighi e Silver (1999) também afirma que as expansões sistêmicas estão embutidas em uma estrutura hegemônica particular, que tende a minar com o tempo. Segundo os autores, essas expansões são resultado da interação dos dois tipos de liderança que



definem conjuntamente a definição de situações hegemônicas: 1) A reorganização sistemática promove a expansão dotando o sistema com uma divisão do trabalho mais larga e mais profunda e a especialização das funções; e 2) A emulação provê aos Estados separados uma motivação necessária para mobilizar energias e recursos na expansão. As duas tendências têm sempre suas tensões, pois uma divisão do trabalho mais largo e profunda e a especialização das funções requer cooperação das unidades do sistema, enquanto a emulação incentiva a competição mútua (Arrighi e Silver, 1999).

A expansão com o tempo aumenta o volume e a densidade dinâmica do sistema, de forma que intensifica a competição entre as unidades do sistema além das capacidades reguladoras das instituições existentes. Para Arrighi e Silver (1999) essa tensão durante a expansão levará à uma crise hegemônica. E para os autores a crise hegemônica é marcada por três processos distintos: 1) A intensificação da competição interestatal e interempresarial; 2) Uma série de conflitos sociais; e 3) Emergência de novas configurações de poder. Os autores argumentam que esse padrão esteve presente nas últimas duas transições hegemônicas (Holanda para o Reino Unido; e Reino Unido para os EUA).

As expansões financeiras são um aspecto que resulta das superacumulações de capital e da competição interestatal por mobilidade de capitais (Arrighi e Silver, 1999). Conforme os autores, essa tendência gera um fluxo crescente de entrada de dinheiro nas organizações capitalistas, de tal maneira que cria uma liquidez abundante. A liquidez é canalizada para intermediários responsáveis por especulação e empréstimos (Arrighi e Silver, 1999). Do lado do governo, suas restrições orçamentárias decorrentes do abrandamento do comércio e produção por competirem pelo capital acumulado nos mercados financeiros. Essa situação beneficia quem elabora os negócios financeiros, de tal forma que sua lucratividade seja maior do que no comércio e produção. Para Arrighi (1996) as expansões financeiras são resultados das duas tendências mostradas anteriormente.

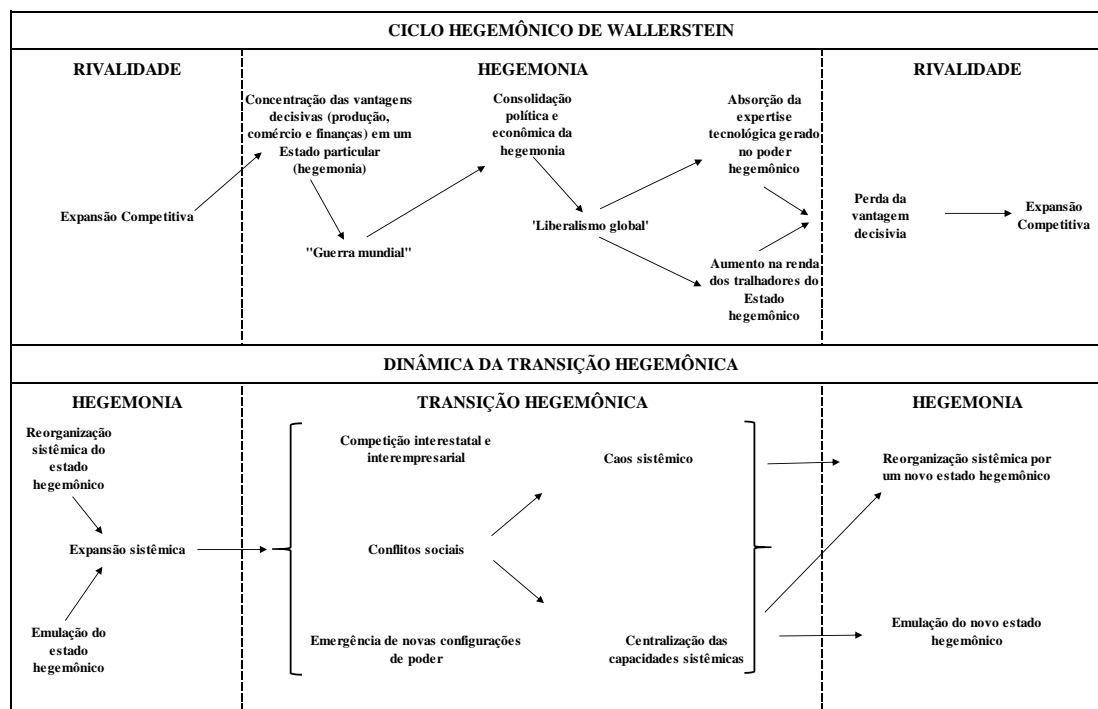
A evidência histórica presente na “longa duração” encontrada por Arrighi (1996) sugere que as expansões financeiras são a expressão da instabilidade básica e adaptabilidade do sistema. A busca histórica do autor mostra que após cada expansão

financeira, o mundo capitalista foi reorganizado graças a emergência de uma noiva liderança. Essas transformações estruturais são a emergência do “caos sistêmico”, que é resultado da intensificação da competição interestatal e interempresarial, dos conflitos sociais e da emergência de novas configurações de poder. Portanto, “caos sistêmico” para Arrighi e Silver (1999) é uma situação de uma desorganização sistêmica severa e irremediável.

Para Arrighi e Silver (1999) a evidência histórica mostra que o mesmo processo que gerou o “caos sistêmico” também gerou a concentração de capacidades sistêmicas, que em combinação com o caos, eventualmente resultou no estabelecimento de uma nova hegemonia. Porém os autores alertam para as diferenças nos ciclos, pois os novos ciclos:

- 1) Superam os anteriores no que diz respeito a concentração de capacidades organizacionais; e
- 2) O maior volume e densidade dinâmica do sistema que está sendo reorganizado pelo estado hegemônico (a Figura 2 apresenta o modelo de sistemas-mundo desenvolvido por Wallerstein, mostrando os ciclos e a dinâmica das transições hegemônicas de maneira mais sucinta).

Figura 2 - Ciclos Hegemônicos e Dinâmica da Transição Hegemônica



Fonte: Arrighi e Silver (1999) e Wallerstein (1977). Elaborado pelo autor.

### **2.2.3. Economia Política Internacional e a Internacionalização do Renminbi**

Definimos o processo internacionalização de moedas é “a ação pública empreendida para alterar favoravelmente as percepções das funções da moeda nacional por agentes não residentes” (Reiss, 2015).

Foi mostrado que há duas visões distintas sobre os princípios que regem a economia política internacional, e estes princípios fornecem bases para a compreensão do processo de internacionalização de moedas. A primeira visão é a “*Teoria da Estabilidade Hegemônica*” e a segunda, a “*Teoria dos Sistemas-Mundo*”. Através da análise das duas visões e das evidências históricas é possível chegar à uma máxima que irá orientar o restante do trabalho, que foi afirmada por Kissinger (2001), em que “os impérios não têm interesse em operar dentro de um sistema internacional; eles aspiram a ser o próprio sistema internacional”. Portanto, se assume a impossibilidade de existir uma “governança coletiva” (Fiori, 2005).

A análise de Fiori (2005) também afirma que “se não houve império mundial tampouco houve caos, porque o sistema se hierarquizou e criou, na prática, várias formas individuais ou coletivas de gestão supranacional da paz, da guerra e da economia. Formas de gestão imperfeitas e transitórias, quase sempre atropeladas e destruídas por novos impulsos da tendência imperial”.

Seguindo a lógica de Li (2009), a China se enquadra, dentro dos moldes da “*Teoria dos Sistemas-Mundo*” como uma economia semi-periférica, com uma economia relativamente desenvolvida, devido sua relativa estrutura diversificada e certo grau de importância geopolítico. Porém ao decorrer dos anos, o desenvolvimento econômico chinês e sua inserção externa condicionaram um acúmulo de capacidades econômicas (potencial de crescimento e incorporação tecnológica) e políticas (potencial de ampliação de poder em processos decisórios internacionais) ao ponto de oferecer algumas ameaças ao EUA.

Para Liao e McDowell (2015) a dominação global do dólar simboliza a primazia dos EUA e sua ordem acompanhante, e a ascensão do renminbi simboliza a ascendência da China e sua versão alternativa de ordem internacional. Os autores consideram o fato de países que passam a utilizar o renminbi, e sendo assim, contribuir com o uso internacional da moeda, acabam por fazer “um endosso partidário da crescente influência internacional da China”. Ou seja, a visão dos autores é construída sob Gilpin (1983), na medida em que uma moeda-chave é um instrumento de ordem política da nação hegemônica.

Ambas as visões sugerem um instrumental analítico que explicam os elementos de economia política por trás do processo de internacionalização do renminbi. Porém este trabalho irá seguir a abordagem dos teóricos do Sistemas-Mundo, pois estes captam a dinâmica das transições hegemônicas. Estas dinâmicas explicam como a China acumulou capacidades econômicas (potencial de crescimento e incorporação tecnológica) e políticas (potencial de ampliação de poder em processos decisórios internacionais) sob o comando da nação hegemônica rival, os EUA, e seu padrão monetário “dólar-flexível”. E como a busca pela internacionalização do renminbi é fruto de uma conjuntura que segundo a visão de Arrighi e Silver (1999) decorre de um momento de aumento do volume e da densidade dinâmica do sistema, o que implica em uma maior competição entre os países, essas tensões são marcadas por: 1) A intensificação da competição interestatal e interempresarial; 2) Uma série de conflitos sociais; e 3) Emergência de novas configurações de poder.

### **2.3. A MOEDA INTERNACIONAL: SUAS FUNÇÕES E DETERMINANTES DE USO**

Compreender a interação entre as moedas e a atividade econômica acompanha historicamente as discussões do pensamento econômico. Portanto, dado a complexidade e extensão do debate, o presente trabalho acompanhará as três funções clássicas das moedas: meio de troca (ou pagamento); unidade de conta; e reserva de valor (Krugman; Obstfeld; Melitz, 2015; Mishkin, 2005). A moeda internacional é um caso mais específico,

pois é aquela utilizada fora do território de seu país de origem. Ele é usado para liquidação de pagamentos internacionais, é usado para fixar preços, que é tido como um ativo líquido para transações internacionais.

Em primeiro lugar, sobre as três funções da moeda, normalmente define-se que: 1) A função meio de troca é quando a moeda é um meio de pagamento geralmente aceito, dessa maneira a economia possui um padrão conveniente para pagamentos, reduzindo os eventuais problemas de uma economia de permutas; 2) A função unidade de conta é quando a moeda se torna uma medida de valor amplamente conhecida, por exemplo, quando atrelamos os preços dos bens em termos de uma moeda. No caso das moedas internacionais, a taxa de câmbio traduz os preços de moedas nacionais diferentes; e 3) A função reserva de valor caracteriza a moeda como um ativo, pois ela transfere o poder de compra presente para o futuro. Porém, aliado a função meio de troca, isso transforma a moeda no mais líquido dos ativos.

Passando a análise para o nível internacional, é comum na literatura dividir a utilização das moedas ocorre em circuitos distintos. A moeda desempenha as funções de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor por dois tipos de agentes: os públicos; e também os privados (Cohen, 1971; Krugman, 1991; Chinn e Frankel, 2007).

Segundo Krugman (1991), no estudo do uso de moedas em economias nacionais, não há preocupação com o que as pessoas utilizam como dinheiro, porque se assume que os governos são capazes de criar moeda fiduciária e forçar sua aceitação. O que é diferente na economia internacional, onde não é possível evitar essa discussão, pois segundo o autor, no uso do dinheiro para atividade econômica em nível internacional as mesmas forças que levam à convergência em uma única moeda doméstica podem levar o mundo a convergir para um número limitado de moedas internacionais. A convergência ao número limitado de moedas também acaba por hierarquizar o sistema monetário internacional, o que inviabiliza a internacionalização de todas as moedas (Conti; Prates; Plihon, 2013).

### **2.3.1. Os Usos Públicos e Privados da Moeda Internacional**

Cohen (1971) desenvolveu um framework sobre os usos das moedas internacionais, que foi desenvolvido com base em seu estudo sobre o papel da libra e do dólar no cenário internacional. O framework tornou-se seminal e serviu de base para outros estudos econômicos sobre moedas internacionais e seus processos de internacionalização (Krugman, 1991; Chinn e Frankel, 2007). Além das três funções básicas da moeda mostradas anteriormente, o framework divide os fins da moeda internacional através do uso de agentes públicos e privados.

Essa divisão decorre do fato de não haver um “Estado Mundial” que determine a circulação de uma moeda global. No plano internacional, os agentes públicos e privados utilizam moedas emitadas por outros estados (Cohen, 2000). O autor também argumenta que a separação nestes dois âmbitos facilita compreender analiticamente relação da moeda com o poder estatal e com o mercado, pois será possível compreender, por exemplo, quais funções são mais determinantes que outras para estabelecer sua aceitação, ou porque poucas moedas conseguem figurar entre as principais no sistema internacional. A tabela a seguir (Tabela 1) apresenta as funções da moeda no cenário internacional.

Tabela 1 - Usos da Moeda Internacional

| <b>Função da Moeda</b>       | <b>Fins Privados</b>  | <b>Fins Públicos</b>                        |
|------------------------------|---|---|
| Unidade de Conta             | Moeda utilizada na faturação ( <i>invoicing</i> ) em relações comerciais e transações financeiras | Moeda utilizada na definição de paridades   |
| Meio de Troca (ou Pagamento) | Moeda veículo no mercado de câmbio  | Moeda de intervenção nos mercados de câmbio |
| Reserva de Valor             | Moeda em que depósitos, empréstimos e títulos são denominados                                     | Moeda na qual as reservas são detidas       |

Fonte: Cohen (1971), Krugman (1991), Chinn e Frankel, 2007. Elaborado pelo autor.

As funções apresentadas acima são de caráter analítico. Na realidade estas muitas vezes estão completamente imbricadas, como salienta Conti, Prates e Plihon (2013). A seguir apresentaremos detalhadamente as funções das moedas.

#### *2.3.1.1. Usos Privados - Meio de Pagamento (Moeda Veicular)*

Krugman (1991) nomeia o uso privado da moeda como meio de pagamento de “moeda veicular”. Em pagamentos internacionais, nem todas as moedas são aceitas para realizar transações, ao analisarmos a escala global, há apenas algumas que realizam tal feito. Goldberg e Tille (2005) realizaram um estudo que mostrou que a moeda utilizada em um intercâmbio entre países desenvolvidos é a da nação exportadora. O estudo também mostrou que quando uma nação central realiza uma transação com um país periférico prevalece a moeda do país central, seja ele exportador ou importador. E em casos de dois países periféricos, a transação é realizada por alguma moeda de maior aceitação, como o dólar por exemplo. Já em transações interbancárias, Krugman (1991) afirma que quase sempre o dólar prevalece como a moeda em um dos lados da transação. À partir de dados do BIS, há evidências de que as moedas dos países centrais (como dólar, euro e *yen*) são em maior parte utilizadas em transações cambiais fora de seu território de origem, e as moedas de países semi-periféricos e periféricos são utilizadas majoritariamente em seu país de origem (Conti; Prates; Plihon, 2013). Outra evidência importante é mostrada por Goldberg (2010), que aponta que cerca de 60% do estoque de dólar físico (papel moeda), circula fora do território dos EUA.

#### *2.3.1.2. Usos Privados - Unidade de Conta (Moeda de Faturação)*

A escolha da unidade de conta tem quase os mesmos fatores para os meios de pagamento. Conforme Conti, Prates e Plihon (2013), a denominação das operações também é feita em número limitado de moedas internacionais. Segundo Pouvelle (2006),

se estabelece os preços da moeda conforme o país exportador ou maior economia, porque quem efetua a transação internacional se preocupa em suprimir a incerteza sobre as suas exportações, transferindo-a para o volume de demanda estrangeira, que varia em função da taxa de câmbio entre os dois parceiros. Em outras transações, como as que envolvem *commodities* para todo o mercado global, existe uma preponderância do dólar. Assim como em casos de transações financeiras.

Krugman (1991) afirma que nesse processo de faturar as transações em uma moeda internacional as firmas desejam evitar o risco cambial, uma das maneiras de realizar isso é através do mercado a termo, que é uma decisão que depende dos termos do contrato. Segundo Goldberg e Tille (2005), há duas razões principais para que as exportações de um país sejam denominadas em dólar: 1) As exportações são para os Estados Unidos; e 2) As exportações são de bens homogêneos, que possuem, portanto, uma grande elasticidade-preço da demanda.

Outra evidência acerca do papel de faturamento das moedas internacionais é a denominação da dívida externa. A denominação desses títulos é em sua maioria realizada em moedas de países centrais. Se os países periféricos denominassem seu comércio internacional e sua dívida externa em moeda nacional, acabariam reduzindo o problema do descasamento monetário (*currency mismatch*) e facilitando de forma geral o cálculo econômico e a capacidade de honrar seus compromissos. Porém isso não acontece porque suas moedas não são reconhecidas em âmbito internacional, como unidades de conta, revelando, uma vez mais, o caráter hierarquizado do sistema monetário internacional (Conti; Prates; Plihon, 2013).

#### *2.3.1.3. Usos Privados - Reserva de Valor (Moeda Bancária)*

Alguns agentes privados utilizam certas moedas para preservar o valor de seus ativos de forma intertemporal. A procura dessas moedas é variada, algumas delas são mais procuradas do que outras e também há a preocupação em diversificar o portfólio



delas para diminuir o risco (Miotti, Plihon e Quenan, 2008). Krugman (1991) aponta para a importância das posições bancárias para o cumprimento desta função.

Como salientado por Conti, Prates e Plihon (2013), a globalização financeira abriu imensas possibilidades aos agentes privados na escolha da alocação de sua riqueza, na medida em que facilitou o investimento no exterior e em mercados outrora pouco acessados.

A partir de dados do BIS (2011; 2013), algumas pesquisas mostram que grande parte dos ativos e passivos bancários no exterior são denominados nas moedas chave do sistema internacional, como dólar e euro. E a composição de moedas estrangeiras nos sistemas bancários locais é também predominantemente marcada por essas moedas (Conti; Prates; Plihon, 2013).

Nos mercados de títulos a lógica ainda se confirma, com grande parte das denominações sendo em moedas chave. Nos mercados monetários (*“commercial papers”* e outros instrumentos) o euro e o dólar lideram as utilizações (Conti; Prates; Plihon, 2013). Nos mercados de capitais (*bônus* e *notes*) isso também ocorre. Uma explicação para isso é porque os países periféricos emitem esses instrumentos financeiros em outras moedas, pois grande parte dos agentes internacionais tende a não aceitá-las (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003). Quanto aos derivativos (cambiais e de juros), quase a totalidade deles é denominado em dólar e euro.

O estudo dos mercados bancário, de títulos e de derivativos deixa claro, portanto, quais são as moedas escolhidas pelos agentes privados para exercerem, em âmbito internacional, a função de reserva de valor: dólar americano e euro são largamente as moedas mais utilizadas.

#### *2.3.1.4. Usos Públicos - Meio de Pagamento (Moeda de Âncora)*

Os bancos centrais nacionais também detêm certas moedas estrangeiras, Krugman (1991) destaca como eles utilizam-as como meio de pagamento internacional,

principalmente no que diz respeito às intervenções nos mercados de câmbio. Os bancos centrais agem com a intenção de interferir nos condicionantes de oferta e demanda de divisas, o que reduz ou aumenta a liquidez disponível, seja para influenciar os movimentos das taxas de câmbio. Isso é mostrado no estudo de Calvo e Reinhart (2000), que também mostra como bancos centrais de diversos países utilizam as moedas estrangeiras (em especial o dólar) nesses processos.

#### 2.3.1.5. *Usos Públicos - Unidade de Conta (Moeda de Intervenção)*

Algumas autoridades monetárias optam eleger uma moeda central à qual a sua será referenciada ou ancorada. É uma prática que se tornou comum após a década de 1970 em alguns países periféricos, pois ao vincular sua moeda a uma unidade de conta de referência, estes países tentam conter a volatilidade de suas taxas de câmbio, em situações de grande mobilidade de capitais (Krugman, 1991)<sup>3</sup>.

De acordo com o *Annual Report on Exchange Arrangements* de 2009, publicado pelo Fundo Monetário Internacional – FMI (IMF, 2009), cerca de 60% dos países possuem atualmente regimes cambiais que contêm algum tipo de controle cambial (*currency board, conventional peg, stabilized arrangement, crawling peg, horizontal bands* ou *other managed*). E a evidência trazida por alguns estudos mostram que moedas como dólar, euro e *yen* são predominantes em aproximadamente 1/3 dos países que realizam administração cambial (Conti; Prates; Plihon, 2013).

Segundo Goldberg (2010), de um total de 207 países avaliados em 2007, 104 tinham o dólar como moeda de referência. Tendo em vista a representatividade do grupo de países avaliados, pode-se dizer, de acordo com esse estudo, que cerca da metade dos países do globo possuem o dólar como moeda de referência para as variações de suas taxas de câmbio. Apesar das diferenças entre os estudos, torna-se claro, então, que

---

<sup>3</sup> Alguns anos após Krugman (1991) escrever seu livro, após as crises que marcaram a década de 1990, muitos países periféricos adotaram o regime de câmbio flexível. Atualmente poucos países ancoram suas moedas nacionais à alguma grande moeda internacional.

a função de unidade de conta em sua dimensão pública é exercida, em âmbito internacional, preponderantemente pelo dólar e, em um segundo nível de importância, pelo euro.

#### *2.3.1.6. Usos Públicos - Reserva de Valor (Moeda Reserva)*

As reservas cambiais são mantidas por autoridades monetárias para eventuais intervenções nos mercados de câmbio e também são ofertadas quando há escassez. Então, através da acumulação de reservas internacionais, usados basicamente para transferência de valor para o futuro em sua moeda doméstica. Tais reservas servem, assim, para compensar eventuais desequilíbrios no balanço de pagamentos e para possibilitar intervenções nos mercados cambiais.

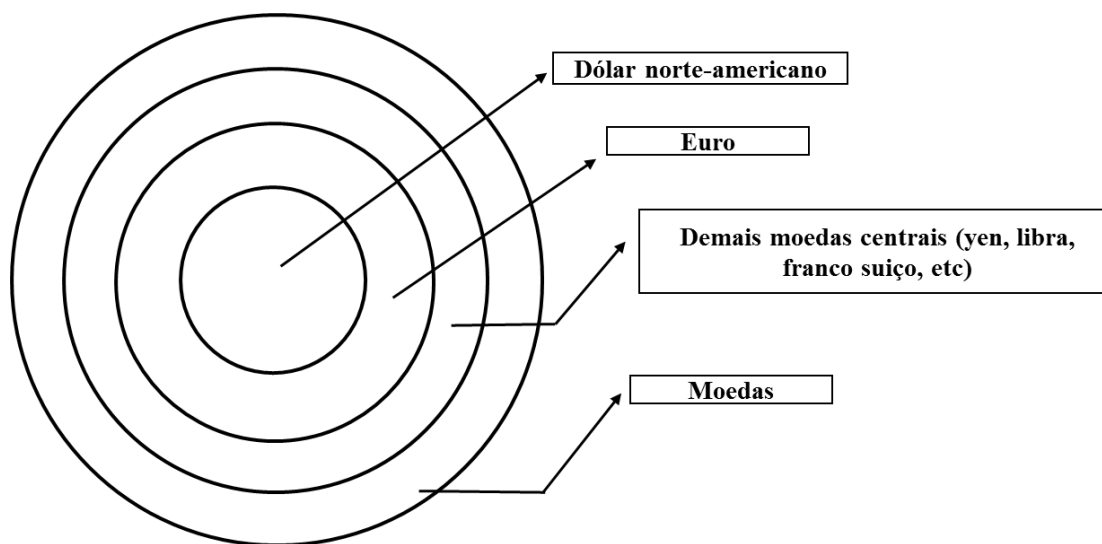
O FMI disponibiliza os dados de composição de reservas internacionais agregados por moedas. Um estudo de Eichengreen, Chitu e Mehl (2015) revelam que de 1973 até 1977, mais de 75% das reservas eram em dólares. E de 1980 em diante, a utilização do dólar permanece em torno dos 60%.

#### *2.3.1.7. As Funções das Moedas Internacionais e a Hierarquia do Sistema*

Colocados os usos de uma moeda internacional, foi possível concluir que o status de moeda internacional não é uma realidade tangível para a maioria das moedas. Cohen (1998), Prates (2002), e Conti, Prates e Plihon (2013) propõem que, justamente em função da capacidade ou incapacidade de exercer suas funções em âmbito internacional, pois as diferentes moedas nacionais possam ser ordenadas hierarquicamente no sistema monetário internacional. Com base nos dados analisados acima, Conti, Prates e Plihon (2013) elaboram o sistema monetário internacional atual presente a hierarquia apresentada na Figura 3.

Conforme o quadro, portanto, são estabelecidos quatro elos no sistema monetário internacional atual: 1) Ao centro, o dólar americano, a moeda-chave do sistema; 2) Em seguida, o euro, que se diferencia das demais moedas utilizadas em âmbito internacional, mas ainda sem atingir o status do dólar; 3) Em um terceiro elo, as demais moedas centrais, que também exercem funções em âmbito internacional, mesmo que de maneira secundária; e 4) O grupo que se denomina aqui como moedas periféricas, a saber, aquelas que não exercem nenhuma de suas funções em âmbito internacional – a não ser em caráter excepcional.

Figura 3 - Hierarquia do Atual Sistema Monetário



Fonte: Conti; Prates; Plihon (2013). Elaborado pelo autor.

Cohen (1998) propõe que uma hierarquia monetária não reflete apenas uma capacidade de exercício das funções clássicas da moeda, mas também "domínio" ou "influência" que exercem em cada região (*"authorative domain"*). Cohen (1998) também sugere que a hierarquização do sistema monetário internacional deve levar em conta a capacidade das moedas de exercer as suas funções em ambientes internacionais, mas também na esfera nacional, já que algumas moedas deixam de fazê-lo.

### 2.3.2. Determinantes do Uso de Uma Moeda Internacional

Em uma economia nacional, a moeda é geralmente imposta pelo Estado, segundo a lógica do “*fiat money*” (dinheiro fiduciário)<sup>4</sup>. Através da soberania sobre o território nacional, o Estado emite a moeda, determina por lei sua aceitação e as regras de seu curso, realiza pagamentos e recolhe taxas, multas e impostos nesta moeda. Para as transações internacionais, por sua vez, nenhuma moeda é explicitamente imposta, até mesmo porque inexistente a figura de um “Estado Mundial” com tal alçada de poder. Deste modo, as diversas moedas nacionais são passíveis de utilização internacional.

Mas conforme discutido na sessão anterior, colocados os usos de uma moeda internacional, foi possível concluir que o status de moeda internacional não é uma realidade tangível para a maioria das moedas. E assim, o sistema internacional acaba por ter um sistema hierarquizado. Porém, os determinantes por trás da escolha das moedas para a utilização internacional não são tão evidentes e são encontradas diferentes tentativas de explicação para esta determinação na literatura.

Segundo Conti, Prates e Plihon (2013), as divergências acerca dos determinantes de uso dessas moedas partem das condições de oferta ou de demanda. Não fica claro se são os países emissores das moedas que as tornam moedas internacionais ou se são os agentes internacionais que escolhem as moedas que exercem suas funções nesse cenário.

Primeiramente, do lado da oferta temos os seguintes argumentos. Cohen (1998) sugere que, mesmo em âmbito nacional, a soberania do Estado na emissão e controle da moeda é dividida com o mercado, pois é nele que são definidas as características da demanda pela moeda. Na mesma linha, Krugman (1991) argumenta que as moedas que adquirem uso internacional não obtêm este status por imposição, mas como resultado de

---

<sup>4</sup> O conceito de moeda fiduciária é aceito pela maior parte dos economistas, ver os trabalhos de Knapp (1905) e Lerner (1943).

processos coordenados pelos mercados e ratificados por acordos internacionais. Eichengreen e Hausmann (2005) entendem que a determinação das moedas de denominação dos ativos é fruto da escolha dos investidores internacionais, mediante análises da relação custo- benefício da diversificação dos portfólios. Tavlas (1998), na mesma linha, argumenta que “a escolha das moedas internacionais é um processo conduzido principalmente pelo mercado”.

Já os autores que consideram o lado da oferta têm os seguintes argumentos. Aglietta e Deusy-Fournier (1994) afirma que o status de de moeda internacional é determinado por fatores históricos e institucionais. Os autores também defendem que relação de forças entre os estados nacionais constituem a hierarquia do sistema monetário, e não meramente as escolhas dos agentes internacionais em um mercado.

Esse trabalho concorda com a linha argumentativa dos segundos autores. Pois a correlação de forças entre esses Estados que condiciona a oferta de apenas algumas moedas dentre as quais os agentes públicos e privados podem escolher. Certamente, não pode-se ignorar a demanda dos agentes, porém, as forças que operam a oferta das moedas é que conformam quais estão disponíveis para escolha. Seguindo Conti, Prates e Plihon (2013), “a demanda dos agentes internacionais pelas distintas moedas não é *ad hoc* ou fruto de preferências subjetivas, mas condicionada pelas características já instituídas do sistema monetário internacional”. Ou seja, para os autores, a oferta determinada pelo sistema internacional conforme a demanda dos demais agentes.

Feita essa consideração, a presente sessão pretende investigar a revisão bibliográfica elaborada por Conti, Prates e Plihon (2013) sobre quais os determinantes políticos e econômicos por trás do uso de uma moeda internacional. Os fatores apresentados pelos autores aparecem comumente na literatura sobre internacionalização de moedas, e são: 1) Tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial; 2) Tamanho e desenvolvimento dos mercados financeiros; 3) “Responsabilidade” Macroeconômica; e 4) Poder Geopolítico.

#### *2.3.2.1. Tamanho da Economia Nacional e Integração com a Economia Mundial*

Moedas internacionais são comumente associadas com as grandes economias, competitivas, com grandes redes de comércio e fortes vínculos financeiros. Segundo Conti, Prates e Plihon (2013) as economias largas reforçam economias de escala e escopo que determinam: 1) Economia de rede: quanto maior a rede de atores presentes no mercado que utilizam certa moeda, maior o estímulo para que novos atores a utilizem também, em função das facilidades de intercâmbio e da redução da incerteza; e 2) Economia de escala: quanto mais volumosas forem as trocas realizadas em certa moeda, mais baixos serão os custos de transação das operações.

Face a essa percepção, é praticamente consenso entre os autores a importância que o tamanho da economia nacional emissora de uma determinada moeda tem na determinação de seu uso internacional. O montante de moeda de uma economia guarda relação com seu tamanho e, em geral, quanto maior a economia, mais volumosos os recursos transacionados com o resto do mundo. Chinn e Frankel (2005), estimaram econometricamente a relação entre o *share* do PIB e o *share* das reservas do banco central (na moeda correspondente) e encontram uma relação positiva.

O tamanho da economia também é importante devido participação da economia nacional nas redes de comércio internacional, pois atividades em larga escala geralmente criam um largo mercado de operações de câmbio que incluam a moeda nacional (Andrade e Cunha, 2010). Além disso, as economias bem diversificadas podem muitas vezes confiar na sua própria moeda para liquidar transações com não residentes, uma vez que estas oferecem uma rede de relações de alta densidade potencialmente envolvendo a mesma moeda, reduzindo assim os custos de transação em divisas (Chinn e Frankel, 2007; Chen e Peng, 2010). Assim, o tamanho econômico traz uma limitação de fato do uso internacional das moedas das economias pequenas.

É importante perceber, aqui, que há ganhos de escala no uso de uma moeda internacionalmente, já que os agentes a escolhem com base no fato de que muitos outros já estão se utilizando dela, criando externalidades em rede, o que quer dizer que quanto mais participantes de um mercado realizarem transações em uma moeda, mais

conveniente será para os outros fazer o mesmo. Isso aumenta a importância de fatores históricos (*path dependence*), e não unicamente econômicos e também favorece as grandes economias, pois elas têm melhores condições de explorar e reforçar esses ganhos (Andrade e Cunha, 2010; Conti; Prates; Plihon, 2013).

#### *2.3.2.2. Tamanho e Desenvolvimento dos Mercados Financeiros*

O tamanho também importa em termos de mercados financeiros. Geralmente associam as moedas internacionais com mercados amplos, profundos e denominados na moeda. A amplitude de um mercado financeiro está ligada à variedade de instrumentos financeiros disponibilizados e denominados na moeda. O que pode maximizar os ganhos e diminuir os riscos inerentes a cada operação, atraindo investidores para essa moeda. A profundidade refere-se ao volume de transações que ocorre nesse mercado, o que garante a liquidez necessária e garante maior segurança.

As duas características garantem a liquidez da moeda, contribuindo também para o seu uso internacional. Ainda, aponta-se que para o desenvolvimento de mercados financeiros privados, é necessário algum grau de liberalização da conta capital, assim como o levantamento de algumas restrições porventura existentes ao comércio e entrada nesse mercado.

Para tanto, é preciso dispor de instrumentos sofisticados, de uma supervisão transparente e eficaz, de recursos legais que deem força aos contratos e de um banco central respeitado que possa agir como prestador de última instância caso seja necessário (Andrade e Cunha, 2010).

Atualmente o sistema financeiro dos EUA é o mais avançado do mundo, com mercados financeiros profundos e diversificados, cujo centro financeiro é Wall Street, em Nova York. Esse é um fator importantíssimo para a manutenção do dólar norte-americano como a principal moeda de reserva mundial. A criação e desenvolvimento do euro ajudou a integrar os vários mercados financeiros da Zona do Euro, e a região tem tido um



crescimento do mercado de títulos. Já a China tem mercados que ficam atrás dos demais apresentados porque domesticamente ainda estão sujeitos a algumas restrições (como pisos e tetos de empréstimos bancários e as taxas de juro dos depósitos). Outro motivo é que seu mercado financeiro é em grande parte fechado para investidores estrangeiros. No entanto, importantes esforços de reforma em curso e o rápido crescimento do mercado de ações e mercado de títulos corporativos de curto prazo nos últimos anos tinha mostrado o potencial para a China para se transformar em um dos maiores mercados financeiros do mundo em um futuro não muito distante.

#### *2.3.2.3. “Responsabilidade Macroeconômica” e Valor Estável da Moeda*

A confiança é importante para o estabelecimento de uma moeda internacional como reserva de valor, ou seja, a garantia do valor e da usabilidade futura dessa moeda.

Um indicador que pode indicar a estabilidade da moeda é taxa de inflação. Uma taxa de inflação alta implica em maior perda no poder de compra naquela moeda e por isso podem não ser bons veículos para as transações internacionais, pois as funções que deveriam desempenhar acabam se comprometendo (Andrade e Cunha, 2010; Chey, 2013; Cohen, 2015).

#### *2.3.2.4. Poder Geopolítico*

O poder geopolítico é a capacidade dos países, em meio à correlação de forças em âmbito internacional, de impor suas preferências sobre as dos demais (Strange, 1986). As relações geopolíticas são claramente relações de poder e evidenciam uma hierarquia, com alguns países que conseguem colocar suas preferências acima das preferências dos demais.

Alguns autores colocam esse fator como algo determinante para o uso internacional das moedas. Pois é poder é um fator central para deter os diversos países no cenário político mundial, ligado a seu modo de inserção no capitalismo internacional (Prates, 2002; Aglietta e Deussy-Fournier, 1994; Helleiner, 2008).

No que diz respeito às questões monetárias, portanto, os países mais poderosos podem impor aos demais o uso de suas moedas, ainda que, diferentemente do que ocorre em âmbito nacional, esta imposição seja feita de meios implícitos (Conti; Prates; Plihon, 2013). O poder geopolítico pode estimular o uso de uma moeda de duas maneiras, para Helleiner (2008): 1) De maneira direta, principalmente por meio da confiança depositada pelos agentes sobre uma moeda emitida por um Estado poderoso; ou 2) De maneira indireta, por meio dos mecanismos que advêm do poder geopolítico sobre as variáveis econômicas importantes para esse uso (a dimensão da rede de transações do país, as características do mercado financeiro etc.).

Lindert (1969) sugere que essas influências geopolíticas possam ocorrer nas relações bilaterais entre os países, mas também mediante a força das nações mais poderosas sobre as instituições multilaterais. O caso mais famoso é o do Acordo de Bretton Woods, que após a 2ª Guerra Mundial, expandiu e consolidou a hegemonia do dólar no sistema monetário internacional. O autor também afirma que outra forma comum foi a influência de nações credoras sobre a composição das reservas internacionais das nações devedoras, mas também sobre aquelas das instituições oficiais.

Mensurar o nível de poder geopolítico das nações é muito difícil. Algumas evidências podem ser obtidas através da participação nas instituições multilaterais, em especial com relação às nações que são autoridades máximas nesses fóruns. Por exemplo, a Assembleia de Governadores (Board of Governors) do FMI. Esses países possuem poder de voto está associado à quota de Direitos Especiais de Saque (DES) que possuem depositados no Fundo e revela nitidamente a supremacia dos países centrais sobre os periféricos. Não por acaso, os chamados países emergentes têm pleiteado junto ao órgão um aumento destas quotas, visando à ampliação de seu percentual de votos (Conti; Prates; Plihon, 2013).

É importante destacar que o poder geopolítico tem relações com o poder militar dos países. Embora os governos nacionais não detenham o “monopólio da força” na esfera internacional, como normalmente na esfera nacional, esta capacidade militar interfere na correlação de forças entre os países. Analisando fatores como tamanho do exército (homens, armas e veículos) e domínio de tecnologias, vemos que os EUA lideram essa dimensão de poder, seguidos da China.

### **3. ANÁLISE DOS DETERMINANTES DO USO INTERNACIONAL DA MOEDA CHINESA**

Nos últimos anos, a atuação da China no plano internacional mostrou vez mais forte. Tanto no âmbito das instituições multilaterais e das negociações bilaterais com outros países, sejam países em desenvolvimento ou os países desenvolvidos, podendo assim projetar o seu poder (econômico, financeiro, político, diplomático e militar) no tabuleiro geoeconômico e geopolítico asiático e mundial (Cintra e Pinto, 2016). Entretanto, para alguns autores, a China está em um período de transição interna e também redefinindo suas relações com o resto do mundo. A possibilidade de internacionalização e ampliação do uso do renminbi em âmbito mundial é fruto da reorientação da maneira de como a China se insere internacionalmente.

Esse capítulo tem como objetivo examinar os determinantes econômicos para a internacionalização do renminbi. Conforme mostrado no Capítulo 2 os determinantes para internacionalização de moedas não são um consenso na literatura, portanto as próximas subseções exploram os fatores apresentados na literatura, conforme a ordem à seguir: 1) Tamanho da Economia Nacional e Integração com a Economia Mundial; 2) Tamanho e Desenvolvimento dos Mercados Financeiros; 3) “Responsabilidade” Macroeconômica e Valor Estável da Moeda; e 4) Poder Geopolítico.

#### **3.1. TAMANHO DA ECONOMIA NACIONAL E INTEGRAÇÃO COM A ECONOMIA MUNDIAL**

As mudanças no padrão de desenvolvimento econômico proporcionaram condições para que o país crescesse ao ponto de figurar entre os principais PIBs do mundo. Até o

final de 2010, a China já havia ultrapassado o Japão e se tornou a segunda maior economia do mundo. A expectativa geral é que, se o forte impulso de crescimento continuar, o país provavelmente ultrapassará os Estados Unidos para se tornar a maior economia do mundo nos próximos dez anos. A sustentabilidade do crescimento deve ser um dos fatores fundamentais para a internacionalização do RMB. Assim, grande parte das condições materiais para a internacionalização de sua moeda estão relacionadas com a velocidade do seu crescimento e o volume do PIB alcançado (Lee, 2014; Eichengreen, 2015; Eichengreen e Kawai, 2015; Huang; Wang; Gang, 2015).

No que diz respeito ao seu regime de crescimento, alguns desequilíbrios acabam por se mostrar. O estudo de Song, Storesletten e Zilibotti (2011) descobre certos fatos estilizados sobre o crescimento chinês recente, de tal maneira que o classifica como “intrigante”. Os autores trazem evidências com as características principais da recente experiência de crescimento da China: crescimento elevado do produto, retornos sustentados no investimento de capital, redistribuição extensiva no setor manufatureiro, crescimento lento dos salários e acumulação de um grande excedente comercial em forma de reservas cambiais.

Essa sessão tem como objetivo examinar um dos determinantes de uso das moedas internacionais: o tamanho da economia nacional e a integração da economia mundial. Conforme mostrado no Capítulo 2, as moedas internacionais são comumente associadas com as grandes economias, competitivas, com grandes redes de comércio e fortes vínculos financeiros.

### **3.1.1. Dimensão Macroeconômica do Crescimento Chinês (1997-2014)**

A economia chinesa experimentou altas taxas de crescimento do PIB nos últimos anos. Porém, ao olhar para o longo prazo, com a promulgação da República Popular da China em 1949, sob a liderança de Mao Zedong, inicia-se um processo de industrialização liderado pelo Estado chinês, que adotava um modelo socialista de desenvolvimento (Amin, 1986; Fairbank e Goldman, 2007; Li, 2015).

Devido as tensões no modelo e a mudança de poder, uma nova liderança política chega ao poder, sob comando de Deng Xiaoping (Amin, 1986; Fairbank e Goldman, 2007; Li, 2015). Os novos líderes iniciam reformas econômicas em 1978, e assim ocorre a transição gradual de uma economia socialista para uma economia de mercado, e as fontes do crescimento chinês passam a mudar, ou seja, ocorre uma mudança estrutural nos modelos de crescimento e desenvolvimento (Brandt, Hsieh e Zhu; 2008).

Já no período que essa sessão enfatiza, ou seja, após 1997, o 15º Congresso do Partido Comunista Chinês cria bases institucionais e legais para o que vinha ser uma transição completa para uma economia de mercado (Li, 2015). Alguns pontos focais de mudanças foram sancionados, como por exemplo, reformas nos direitos de propriedades das empresas estatais, legalização do desenvolvimento de companhias privadas, e redução de barreiras comerciais. E com a participação da China na OMC em 2001, o país anunciou corte de tarifas, expandiu tratados comerciais e liberalizou o regime de IED (Branstetter e Lardy, 2008). Essas novas diretrizes levaram a China à um grande crescimento liderado marcado por uma alta taxa de investimento, superávits comerciais e uma grande acumulação de reservas cambiais.

Na Tabela 2 são apresentados os dados sobre o tamanho das economias que emitem as principais moedas de reserva e a China. É possível ver que o tamanho da economia da Zona do Euro é próximo dos EUA, tanto em termos do PIB e de população. O Japão é a quarta maior economia, mas é significativamente menor populacionalmente do que os Estados Unidos e a Zona do Euro. A China é a terceira maior economia em termos do PIB corrente, e é a segunda maior pela medida de paridade de poder de compra (PPC). A população da China é a maior do mundo (cerca de 18% da população mundial). Como a China deve crescer com taxas superiores do que as economias mais desenvolvidas, seu peso econômico no mundo deve continuar a aumentar.

Tabela 2 - Tamanho Econômico dos Principais Emissores de Moeda (2015)

|  | PIB (em US\$ corrente) |                    | PIB (em PPC)           |                    | População      |                    |
|--|------------------------|--------------------|------------------------|--------------------|----------------|--------------------|
|  | Valor Absoluto (em bi) | % do Total Mundial | Valor Absoluto (em bi) | % do Total Mundial | Valor Absoluto | % do Total Mundial |

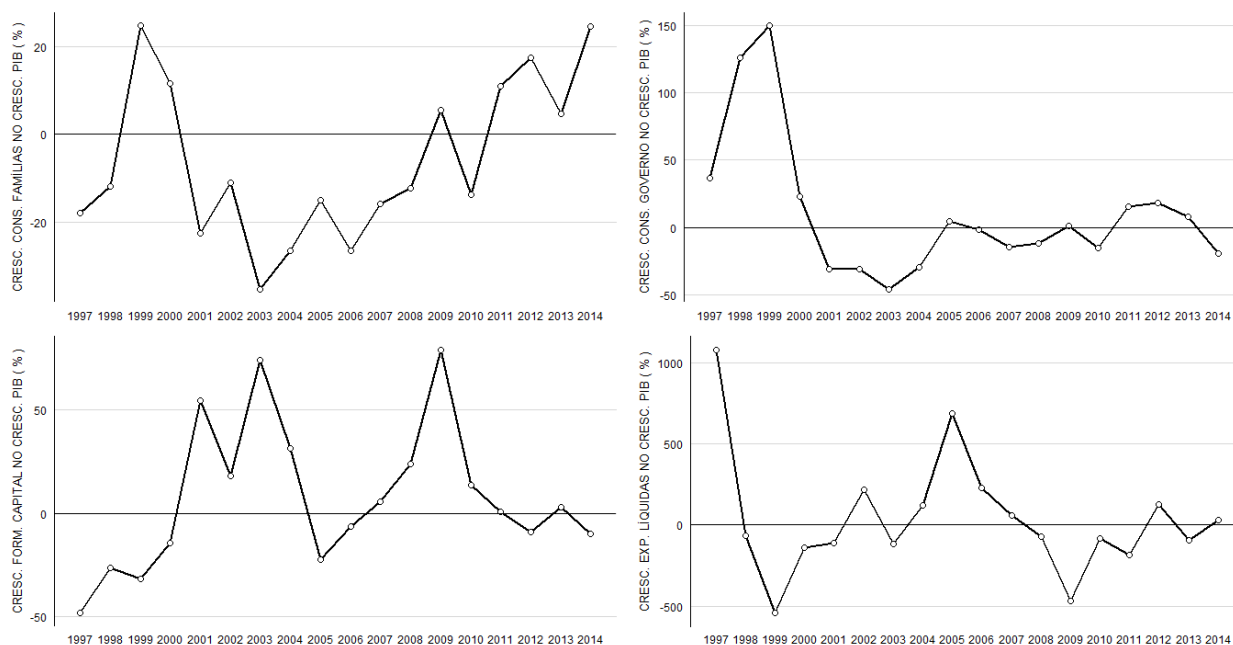
|                       |            |        |            |        |            |        |
|-----------------------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| <b>Estados Unidos</b> | 1803664,80 | 24,32% | 1803664,80 | 15,66% | 321418820  | 4,38%  |
| <b>Zona do Euro</b>   | 1160235,54 | 15,65% | 1395879,99 | 12,12% | 339425073  | 4,62%  |
| <b>China</b>          | 1100772,06 | 14,84% | 1981436,86 | 17,21% | 1371220000 | 18,66% |
| <b>Japão</b>          | 438307,63  | 5,91%  | 517525,94  | 4,49%  | 126958472  | 1,73%  |
| <b>Suiça</b>          | 67078,99   | 0,90%  | 51806,55   | 0,45%  | 8286976    | 0,11%  |

Fonte: World Bank Group (WBG). Elaborado pelo autor.

Sendo assim, analisando esses dados sobre o tamanho da economia chinesa, é razoável esperar que a moeda acabe por desempenhar algum papel internacional. Uma vez que as restrições de política sobre a convertibilidade do renminbi são cada vez mais levantadas. Porém, com o advento da Crise de 2008, as fragilidades e contradições do seu modelo de crescimento acabam por ser expostas.

Antes de 2008, o crescimento econômico da China foi impulsionado pelo investimento e pelas exportações líquidas. Desde então, os dados do National Bureau of Statistics (NBS) mostram que o crescimento econômico da China tem sido dominado pelo investimento. O quadro de gráficos à seguir (Figura 4) mostra e compara a contribuição dos componentes macroeconômicos ao crescimento econômico da China (relação entre taxa de crescimento de cada componente com a taxa de crescimento do PIB) pelos quatro componentes do Produto Interno Bruto (PIB): consumo das famílias, consumo do governo, formação de capital (investimento) e exportações líquidas (exportações menos importações) para o período 1997-2014.

Figura 4 - Contribuição para o Crescimento do PIB (1997-2014)



Fonte: National Bureau of Statistics (NBS). Elaborado pelo autor.

Obs: Série com preços reais de 2011.

De 2005-2007 é possível notar a grande contribuição da formação de capital e das exportações líquidas na composição do crescimento chinês, e em 2008, a Crise afetou as exportações de tal maneira que ocorreu uma queda brusca. Esse fator provocou uma maior demanda por investimentos, o que motivou o programa de estímulo fiscal elaborado pelo governo chinês. Esse fato elevou a formação de capital no biênio 2008-2009 (Li, 2015). À partir de 2010 e 2011, o único componente que apresenta um aumento maior é o consumo das famílias, o que pode ser considerado um sinal de mudança no modelo de crescimento.

### 3.1.2. Composição Setorial do Crescimento Chinês (1997-2014)

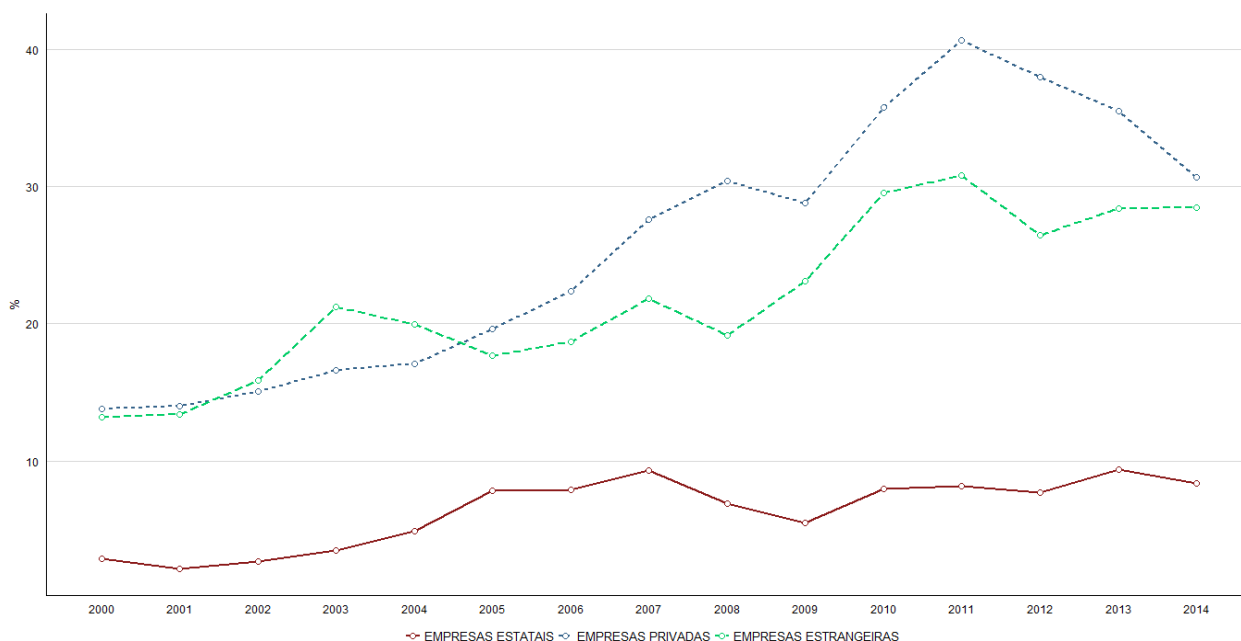


Alguns autores afirmam que a realocação de recursos entre os setores manufatureiros foi um fator determinante (“*driver*”) para o crescimento chinês (Hsieh e Klenow, 2009; Song; Storesletten; Zilibotti, 2011). A política de privatizações implementada provocou o desmanche das empresas coletivas de cidades e vilarejos através de aquisições gerenciais. Um dado do estudo de Zhu (2012) mostra que de 1998 até 2007, a percentagem do emprego urbano total nas empresas privadas e nas empresas de investimento estrangeiro aumentaram de 8% para 24%. O autor também mostra que até 2007, as empresas privadas representaram sozinhas 51% do emprego urbano total no setor manufatureiro.

No atual modelo de crescimento chinês, nota-se que empresas privadas e estatais se diferenciam quanto a lucratividade e as formas de financiamento.

Primeiramente, notamos no gráfico abaixo (Figura 5) uma medida rudimentar de lucratividade, em que calcula-se a relação entre os lucros das firmas e seus ativos totais. No gráfico é possível notar o *gap* entre a lucratividade das empresas privadas sobre as empresas estrangeiras, e acima de tudo, sobre as estatais.

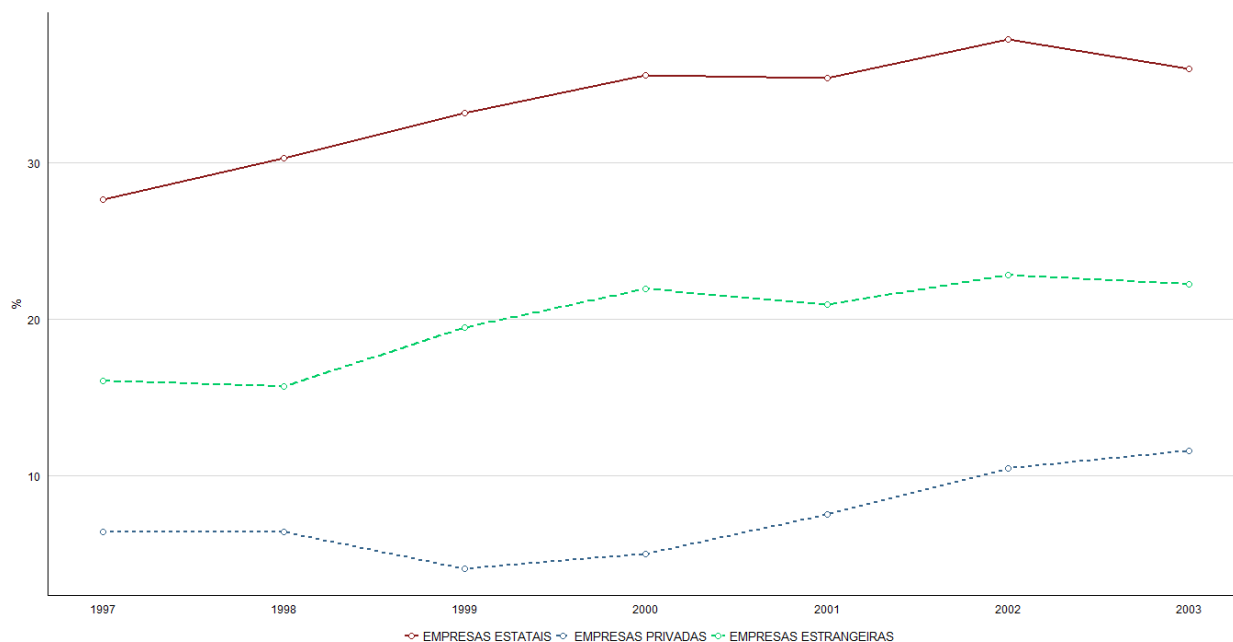
Figura 5 - Lucro Total sobre o Valor Líquido Imobilizado (2000 - 2014)



Fonte: National Bureau of Statistics (NBS). Elaborado pelo autor.

E em segundo lugar, a Figura 6 mostra como o sistema financeiro chinês concede crédito de maneira preferencial para as empresas estatais. No gráfico nota-se que as empresas estatais se financiam com empréstimos bancários em uma taxa muito superior aos demais tipos de empresa.

Figura 6 - Investimento Total (Empr. Bancários + Gastos do Governo) sobre o Valor Líquido do Imobilizado (1997 - 2004)



Fonte: Song, Storesletten e Zilibotti (2011). Elaborado pelo autor.

### 3.1.3. Integração da China com a Economia Mundial (1997-2014)

Conforme mostrado na sessão 3.1. deste capítulo, após as reformas econômicas realizadas à partir de 1978, a China adotou uma estratégia de desenvolvimento orientada pela promoção de indústrias manufatureiras que produzissem bens para a exportação. A afirmação da China como pólo mundial da produção industrial gerou grandes transformações na economia asiática, implicando em um grande deslocamento de investimentos externos diretos (IEDs) para o país (Acioly, 2005; Cintra e Martins, 2013; Medeiros, 2013). Isso incentivou a realização de políticas de internacionalização da economia do país e aumentou sua imagem de economia de mercado, o que condicionou o país a ser membro da OMC em 2001. Esse fato provocou a grande expansão das relações externas chinesas, o que possibilitou que o país firmasse muitos acordos

bilaterais de comércio (Lawrence, 2008). E assim, houve o deslocamento de muitas empresas multinacionais exportadoras para a região (Acioly, 2005; Cintra e Martins, 2013; Medeiros, 2009).

Esses fatores traduziram-se no aumento das exportações chinesas. A Figura 7 mostra a participação das importações e exportações no PIB chinês. Olhando para as exportações, nota-se o aumento considerável de 2001 até 2007. No período 2005-2007, foi registrado um superávit recorde na balança comercial, de tal maneira que a China ultrapassou o Japão como maior nação comercial asiática. Porém, com o advento da Crise de 2008, registra-se uma queda nas importações e exportações, de tal forma que a retomada do crescimento da balança é retomado no biênio 2010-2011.

Figura 7 - Importações e Exportações - % do PIB (1997 - 2014)

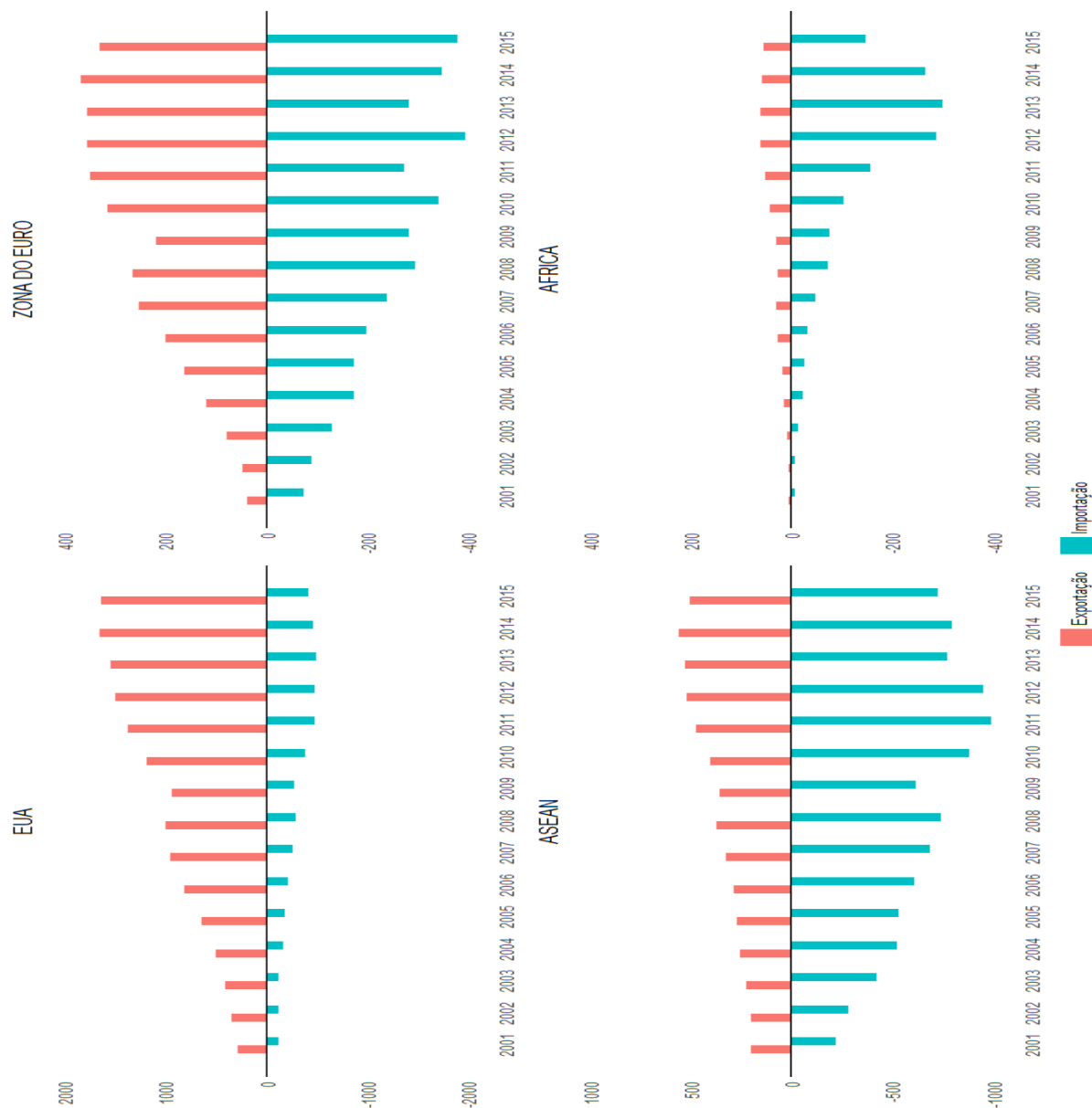


Fonte: National Bureau of Statistics (NBS) e State Administration of Foreign Exchange (SAFE).  
Elaborado pelo autor

Obs: Série com preços reais de 2011.

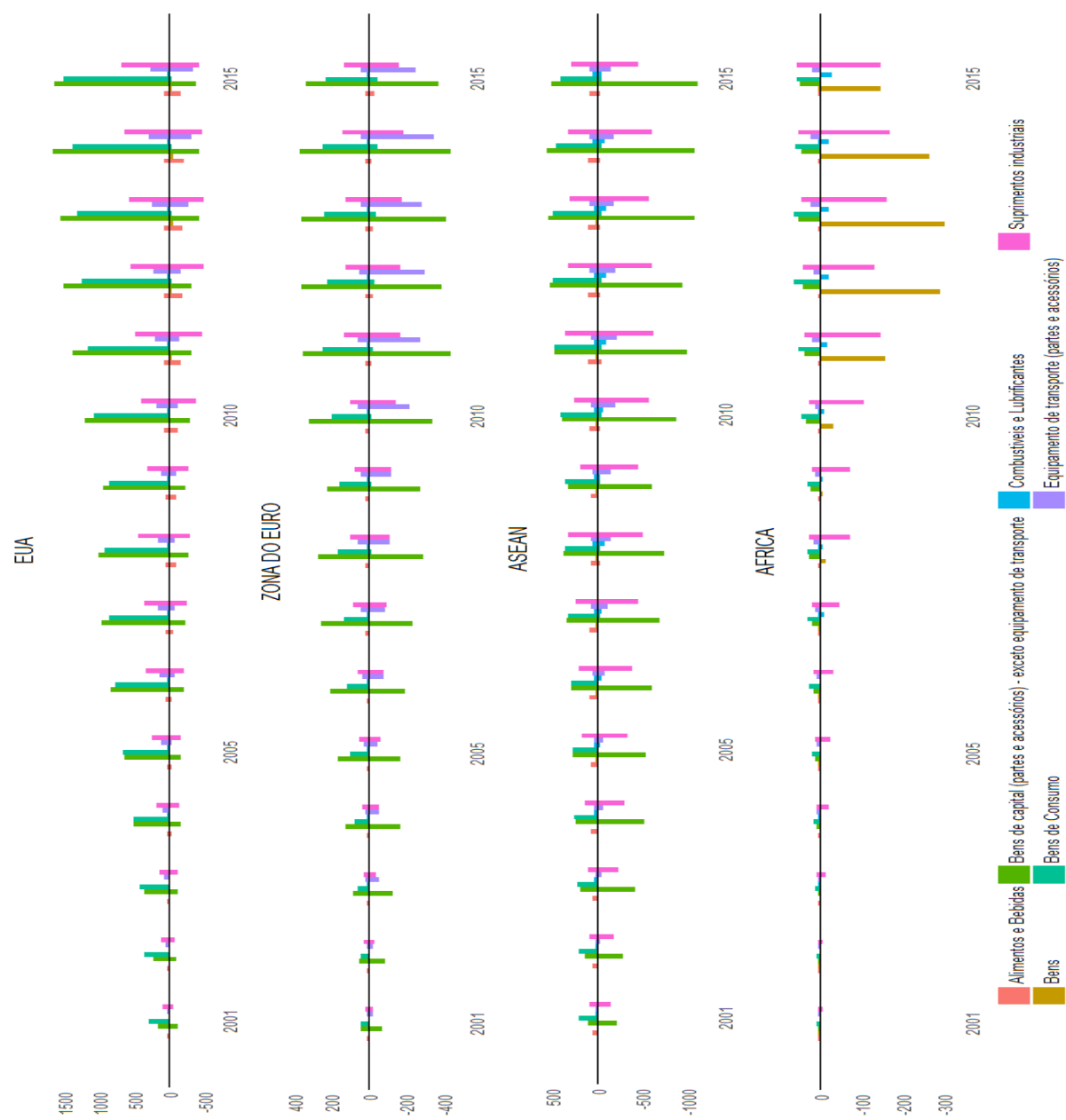
Segundo dados de comércio bilateral fornecidos pela *UN-COMTRADE*, a China aparece particularmente grande como um exportador de produtos manufaturados intensivos em trabalho e componentes e, como um grande importador de bens de capital, produtos primários e partes semi-acabadas. E historicamente, em especial após as reformas, até os anos 2000, a China realizou a maioria de suas parcerias comerciais com países desenvolvidos. Porém na virada do século, a China passa a se relacionar com países em desenvolvimento (ver Figura 8). Isso decorre do aumento de sua dependência por *commodities*, demais matérias primas e fontes de energia, pois o país passa por uma mudança no seu modelo de desenvolvimento (Shaumbaugh, 2013). Essa mudança incluiu uma reorientação em sua pauta exportadora, que passa a incluir bens de maior intensidade tecnológica (ver Figura 9).

Figura 8 - Comércio Bilateral (Import. e Export.), China e Parceiros Seleccionados (Em 100 Mi. US\$)



Fonte: UN-COMTRADE Database. Elaborado pelo autor.

Figura 9 - Pauta de Produtos (Import. e Export.), China e Parceiros Selecionados (Em 100 Mi. US\$)



Fonte: UN-COMTRADE Database. Elaborado pelo autor.

As relações comerciais pós entrada na OMC comprovam os esforços na política externa chinesa. Lawrence (2008) afirma que a instituição é muito atrativa aos interesses chineses, pois as barganhas realizadas nesse ambiente são baseadas em “reciprocidade”, o que é vantajoso para um mercado grande e em crescimento como a China, que pode exercer maior influência internacional. A China não se prendeu apenas aos acordos fechados na OMC e estabeleceu muitos acordos regionais, os chamados Acordos de Livre Comércio (ALC).

### **3.2. TAMANHO E DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS FINANCEIROS CHINESES**

O desenvolvimento econômico chinês possibilitou que o sistema financeiro do país se transformasse e consolidasse uma nova estrutura. Seu sistema financeiro agora contém os maiores bancos do mundo, o segundo maior mercado de ações e o terceiro maior mercado de títulos. Há dez anos, o sistema era relativamente conservador e quase completamente dominado pela banca, mas um grande estímulo fiscal após a crise financeira global e um setor financeiro inovador e competitivo mudaram esse quadro (Mendonça, 2015).

Com a entrada na OMC, as autoridades responsáveis pela regulação financeira no país, que são o *People's Bank of China* (PBoC), a *China Banking Regulatory Commission* (CBRC) e a *China Securities Regulatory Commission* (CSRC), reforçaram o poder de seus grandes bancos públicos e permitiram a expansão das instituições e serviços financeiros no país, mesmo que de uma maneira limitada. A expansão do crédito e financiamento andou junto com a expansão da economia chinesa (Burlamaqui, 2015; Cousin, 2011; Walter e Howie, 2012).



### 3.2.1. A Estrutura do Sistema Bancário Chinês e suas Características

Entre 2010 e 2015, o tamanho dos ativos do setor bancário dobrou de ¥95 trilhões (234% do PIB) para ¥199 trilhões (295% do PIB) (CBRC, 2015). No sistema bancário chinês, predominam os grandes bancos comerciais estatais, apesar da predominância ter diminuído em meio à crescente competição por financiamento. Os principais tipos de instituição são os seguintes: 1) Bancos Estatais; 2) Bancos Comerciais de Capital Misto; 3) *Policy Banks* e Bancos de Desenvolvimento; 4) Bancos Comerciais das Cidades e Bancos Rurais; 5) Bancos Estrangeiros.

Primeiro, os bancos estatais. O “*Big Four*” (composto pelos quatro maiores bancos) são o “*Industrial and Commercial Bank of China*” (ICBC), o “*China Construction Bank*” (CCB), o “*Agricultural Bank of China*” (ABC) e o “*Bank of China*” (BC). O “*Big Four*” continua a dominar o setor bancário, embora os dados da CBRC mostrem que sua quota combinada de ativos do setor total tenha diminuído de 50% no final de 2010 para 40% no final de 2015 (CBRC, 2015). Todos os quatro são negociados publicamente *onshore* e em Hong Kong, mas a o governo chinês continua sendo o acionista majoritário de todas essas instituições.

Segundo, os bancos comerciais de capital misto. Doze desses bancos representavam em conjunto 18,6 % do total de ativos bancários no final de 2015<sup>5</sup> (CBRC, 2015). Essa categoria de banco possui uma gama mais ampla de acionistas controladores, têm um relacionamento mais distante com o governo central do que o “*Big Four*”. A maioria desses bancos expandiu-se para além de suas bases regionais iniciais para operar nacionalmente (Cousin, 2011).

Terceiro, policy banks e bancos de desenvolvimento. O “*China Development Bank*” (CDB) e dois policy banks, o “*Agricultural Development Bank*” e o “*Export-Import Bank of*

---

<sup>5</sup> Os 12 bancos são: “*China Merchants Bank*”, “*Industrial Bank*”, “*Shanghai Pudong Development Bank*”, “*China CITIC Bank*”, “*China Minsheng Bank*”, “*China Everbright Bank*”, “*Hua Xia Bank*”, “*China Guangfa Bank*”, “*Ping An Bank*”, “*Evergrowing Bank*”, “*Zhe Shang Bank*”, e “*Bo Hai Bank*”.

*China*”, representaram cerca de 10% do total de ativos bancários no final de 2015 (CBRC, 2015). Esses bancos concedem empréstimos para áreas rurais e urbanas em projetos relacionados à economia, comércio e desenvolvimento de infra-estrutura. Eles são totalmente propriedade do Estado (Cousin, 2011).

Quarto, bancos comerciais das cidades e bancos rurais. O sistema bancário inclui uma série de pequenos bancos comerciais nas cidades e os bancos rurais. Os 145 bancos comerciais das cidades, 468 rurais e 122 cooperativos rurais possuem ativos no valor de 25% do setor bancário (CBRC, 2015). Exceto para aqueles em grandes cidades, como o “*Bank of Beijing*” e o “*Bank of Shanghai*”, eles são geralmente pequenos, mas têm fortes redes locais (Cousin, 2011). A posse desses bancos também varia: muitos possuem propriedade privada extensiva, ou mesmo majoritária, mas os governos locais freqüentemente desempenham um papel chave por meio de participações-chave ou influência indireta (Cousin, 2011).

Quinto, bancos estrangeiros. 42 instituições bancárias estrangeiras operam localmente na China, mas seus ativos combinados são pequenos, representando menos de 5% do total de ativos bancários (CBRC, 2015).

### **3.2.2. O Mercado de Títulos Chinês e suas Características**

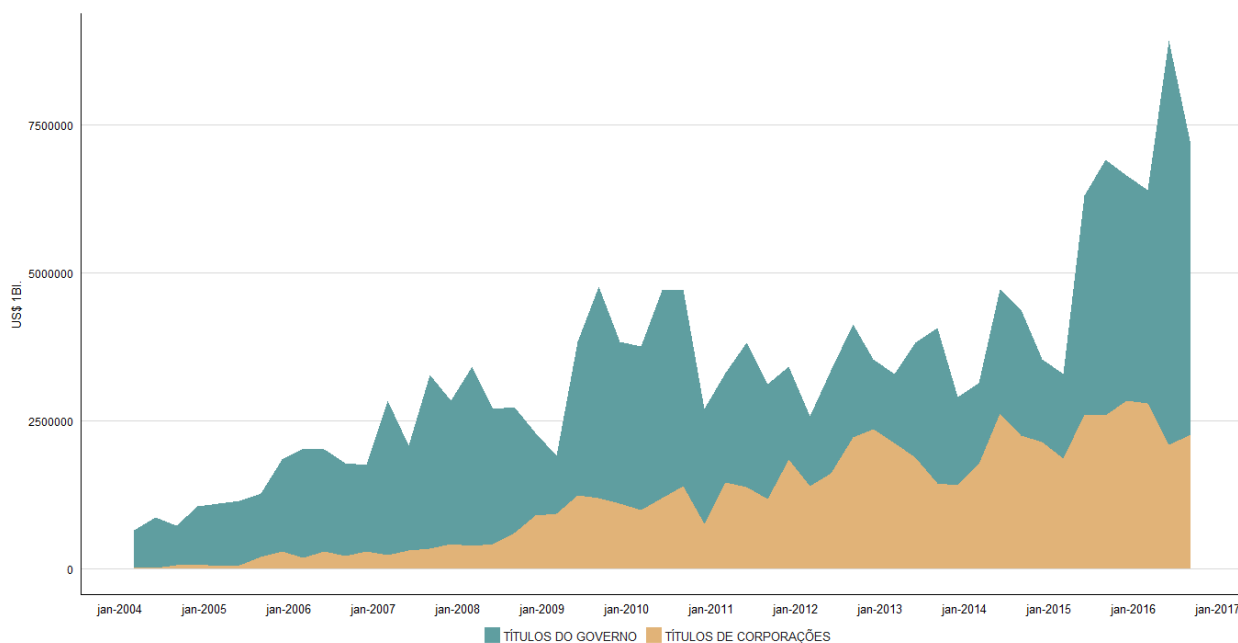
O mercado de títulos chinês cresceu rapidamente ao longo dos anos, e hoje tornou-se o terceiro mercado mais largo do mundo (Mendonça, 2015). O mercado divide-se em dois, dado o escopo de atividades: o mercado negociado em bolsa, e o mercado interbancário.

O mercado interbancário da China é muito mais do que um mercado de títulos direto. Participantes no mercado interbancário incluem não apenas os bancos, mas também *trusts*, companhias de seguros e fundos do mercado monetário. Os bancos são mutuários líquidos do sistema, enquanto os investidores procuram retornos elevados. Incluindo pessoas de alto patrimônio líquido, investidores institucionais e investidores de varejo que

investem através de produtos de gestão de patrimônio (em inglês “*Wealth Management Products*”, ou WMPs) e outros produtos intermediários, são credores líquidos no mercado. A natureza desintermediada do mercado torna muito difícil evitar descasamentos entre o endividamento interbancário de curto prazo dos bancos e os empréstimos de prazo mais longo e dessa maneira avaliar com precisão o risco de crédito e de liquidez (CSRC, 2015).

A maior parte da emissão no mercado de títulos é feita por grandes empresas e entidades do setor público. Na Figura 10 é mostrado os títulos do governo e das empresas de forma agregada nos últimos anos. Obrigações emitidas pelo governo e política bancários representam uma grande parte dos títulos em circulação (cerca de 54%). Mais recentemente, no entanto, os governos locais têm permissão para emitir títulos. Mais de ¥3,8 trilhões em títulos municipais foi emitida em 2015. Em 2016, quase todas as entidades de nível provincial emitiram dívidas (Griffin e Walsh, 2017).

Figura 10 - Emissão de Títulos na China - Em US\$ 1 Bi. (Mar/2004 - Set/2016)



Fonte: Asian Bonds ADB. Disponível em: (<https://asianbondsonline.adb.org/>). Elaborado pelo autor.

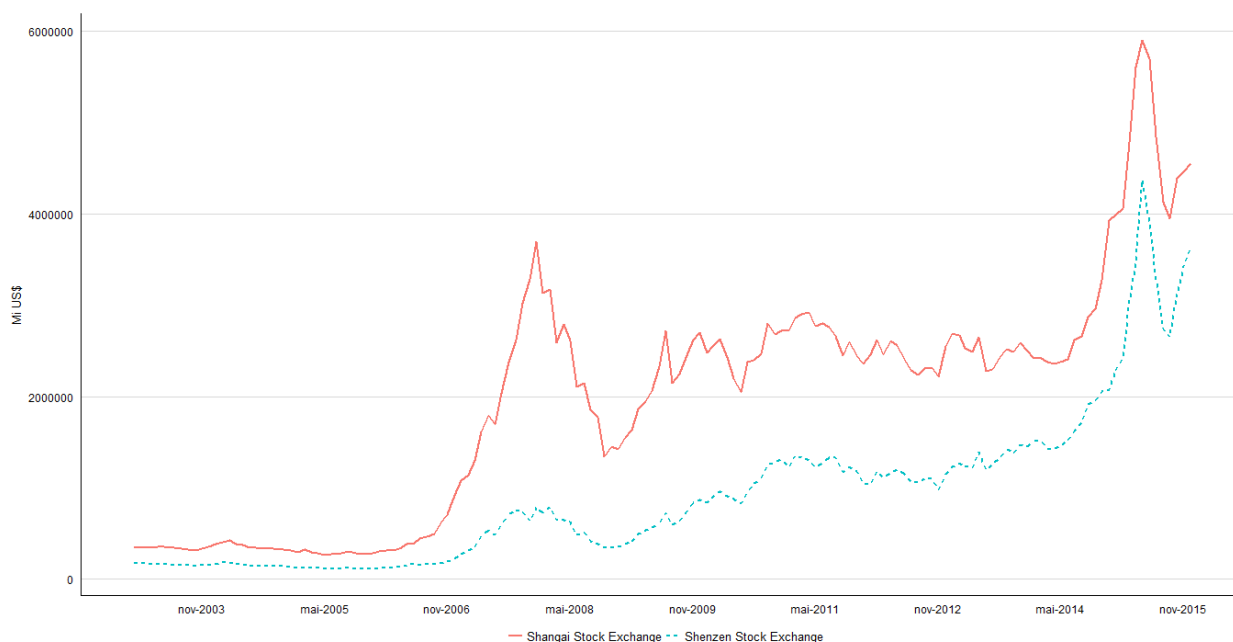
Já as emissões empresariais representam 27% do volume em circulação do mercado. Em geral, e como na maioria dos países, as taxas de rentabilidade das obrigações são mais baixas para as grandes empresas do que as taxas dos empréstimos bancários, o que tem incentivado a desintermediação. Já as empresas estatais têm tradicionalmente dominado o mercado. Nos últimos anos, no entanto, uma maior variedade de empresas emitiu obrigações, encorajadas a fazê-lo através da queda dos rendimentos, aumento do volume de negócios no mercado secundário e maior apetite entre os investidores, em especial após a conexão do mercado de ações em meados de 2015 (CSRC, 2015).

Conscientes das percepções de garantias no sistema financeiro, as autoridades permitiram gradualmente um aumento na inadimplência no mercado de títulos, onde anteriormente havia muito poucos. O ritmo de inadimplência, particularmente entre as empresas públicas, começou a subir em 2014, embora até agora, as falências permanecessem extremamente raras. Isso tornou os investidores conscientes dos riscos potenciais no mercado. Em meados de 2016, isso elevou a curva de juros, mas para Griffin e Walsh (2017), isso também levou a uma melhora na precificação de risco, com maior diferenciação por qualidade de crédito.

### **3.2.3. O Mercado de Ações Chinês e suas Características**

O sistema financeiro chinês possui duas grandes bolsas de valores: a “*Shanghai Stock Exchange*” (SHSE) e a “*Shenzhen Stock Exchange*” (SZSE). Os mercados de ações da China são agora o segundo maior do mundo. Tanto pela capitalização de mercado quanto pelo volume de negociação, e ficam atrás apenas dos mercados de Nova York e NASDAQ dos Estados Unidos (ver Figura 11). Porém seu nível de especulação é muito alto e voltado (em sua maioria) para investidores internos (Allen; Qian; Qian, 2005; Allen; Qian; Qian, 2008; Cousin, 2011).

Figura 11 - Capitalização das Bolsas Chinesas - Em Mi US\$ (Jan/2003 - Dez/2015)



Fonte: World Federation of Exchanges (WFE). Disponível em: (<https://www.world-exchanges.org/home/>). Elaborado pelo autor.

As companhias listadas no mercado são de uma gama muito grande de atividades e países, mas a capitalização do mercado é dominada pelas empresas estatais (como construtoras, petrolíferas e bancos). No entanto, em muitos desses casos, a participação do governo e outros grandes investidores nacionais nas ações é muito alta, deixando

apenas uma pequena parcela de ações em circulação. Isso aumenta a volatilidade dos preços.

O uso de ações como garantia também gera riscos. A maioria das garantias de empréstimos bancários é na forma de imóveis, e as negociações interbancárias, quando garantidas, normalmente utilizam dívida pública. Mas as ações são usadas em alguns casos. No entanto, esta continua a ser uma preocupação potencial para os investidores de capital e para a estabilidade dos credores.

#### **3.2.4. O Crescente “Shadow Banking System” Chinês**

A economia chinesa e seu ritmo acelerado de crescimento nas últimas décadas teve como base as operações de crédito (Mendonça, 2015). O ajustamento das condições de crédito, sobretudo após o intenso crescimento quando o enfrentamento da crise, acabou por estimular, segundo alguns autores, uma expansão do mercado alternativo ou paralelo, chamado de sistema financeiro sombra (“*shadow banking system*”) (Borst, 2011; Elliot; Kroeber; Qian, 2015; Li, 2014; Martin, 2012).

A literatura sobre o tema aponta causas e determinantes distintos para o desenvolvimento desse tipo de canal paralelo. Alguns autores afirmam que as restrições à liquidez e o crédito no mercado formal levaram muitas firmas e agentes à procurar formas alternativas de financiamento (Elliot; Kroeber; Qian, 2015; Martin, 2012). Outros autores argumentam que crescimento das atividades de “*shadow banking*” estava ligado à potenciais riscos de balanço no sistema bancário em períodos de política monetária apertada (Chen; Ren; Zha, 2016).

Entre os agentes que buscariam essa forma de financiamento alternativo, destacam-se pequenas e médias empresas, agentes endividados, e agentes envolvidos em operações de maior risco. Dado que o sistema convencional tende a privilegiar as grandes companhias estatais (Martin, 2012). Os benefícios fornecidos por esse sistema

também tendem a ser mais atrativos do que os produtos fornecidos no mercado formal, dado à falta de regulação, mas com o risco de pagar juros mais altos (Martin, 2012).

Já a composição do sistema alternativo é de diferentes atores, e de diferentes segmentos, como: emprestadores informais, fundos de investimento (“*trust companies*”) e WMPs (Mendonça, 2015). Os emprestadores informais são os atores menos transparentes desse sistema, e alguns trabalhos estimam que sua participação no PIB esteja entre 6-8%, e seu escopo de atividades são pequenas empresas em algumas províncias (Mendonça, 2015). Já as “*trust companies*” chegaram a deter 11% do PIB, e seus principais ativos são empréstimos de maior risco, como por exemplo, aqueles ligados ao mercado imobiliário e aos veículos de financiamento de governos locais (em inglês “*Local-Government Financing Vehicles*”, ou LGFV) (Mendonça, 2015). Já os WMPs são comercializados pelos próprios bancos e é um canal que se interliga com o mercado formal, e estima-se que estes compõem cerca de 10% dos depósitos dos bancos, pagando juros muito altos e operando ativos fora do balanço (Mendonça, 2015).

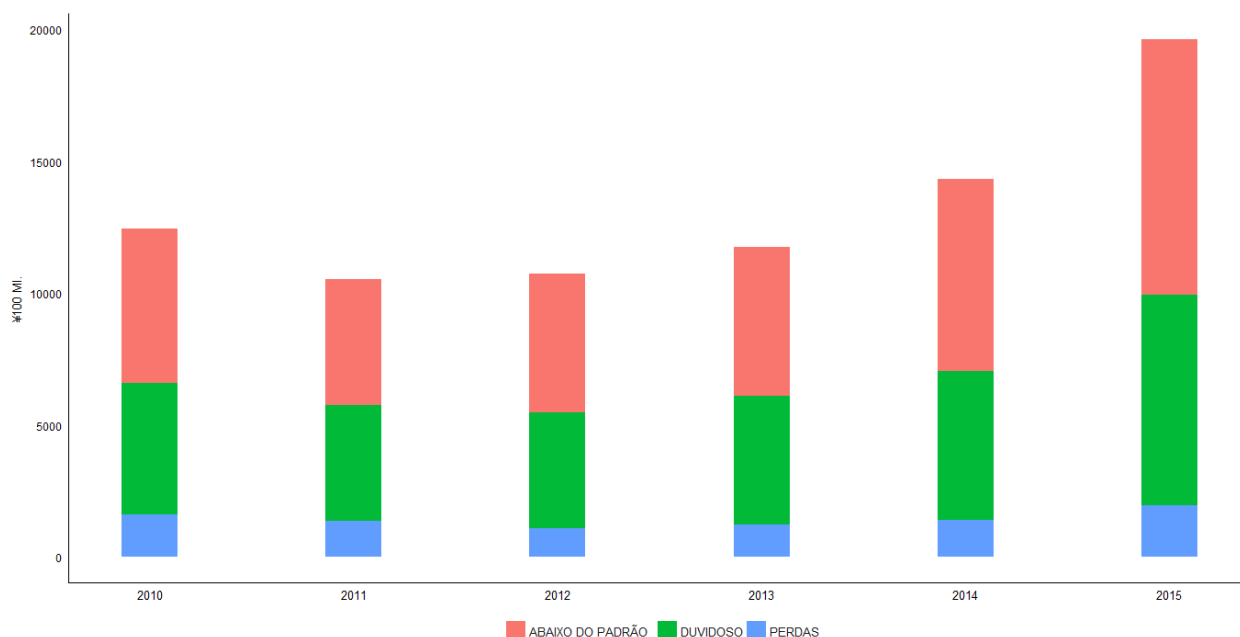
Allen, Qian e Qian (2005) afirmam que o sistema econômico chinês necessita desses canais alternativo, pois o setor híbrido da economia que corresponde uma grande parcela do emprego e do produto chinês seria prejudicado pela política de concessão de crédito dos grandes bancos chineses. O trabalho dos autores também analisa um período anterior à Crise de 2008, e mostra como o “*shadow banking system*” já apresentava suas conexões com o sistema formal, bem como seus riscos.

A análise do “*shadow banking system*” permite perceber as consequências que isso trás para uma economia que está passando por um momento de transição internacional e que promove o uso internacional de sua moeda. Para Prasad (2016), isso implica na exposição da fragilidade das autoridades e instituições, e consequentemente, a fragilidade do sistema como um todo. De forma que possibilita uma alavancagem dos atores da economia chinesa, sob um risco muito grande.

Na Figura 12, temos algumas evidências coletadas pela CBRC sobre empréstimos realizados fora dos balanços dos bancos chineses, o que constitui um indicador para

monitorar o “*shadow banking system*”. É possível ver que os empréstimos de baixa qualidade e os duvidosos dominam maior parte dos NPLs.

Figura 12 - Non-Performing Loans (NPLs) dos Bancos Chineses - Em ¥100 Mi. (2010 - 2015)



Fonte: China Banking Regulatory Commission (CBRC). Elaborado pelo autor.

### 3.3. “RESPONSABILIDADE” MACROECONÔMICA E VALOR ESTÁVEL DA MOEDA

Como foi mencionado no capítulo anterior, a confiança é um fator crucial para estabelecer uma reserva de valor internacional. O valor estável da mesma confere a garantia do valor e sua usabilidade futura.

Os principais indicadores para medir a estabilidade do valor da moeda são a inflação e a taxa de câmbio. Esses preços refletem um conjunto de políticas macroeconômicas que a literatura trata como “responsáveis”. Nessa sessão apresentaremos brevemente o



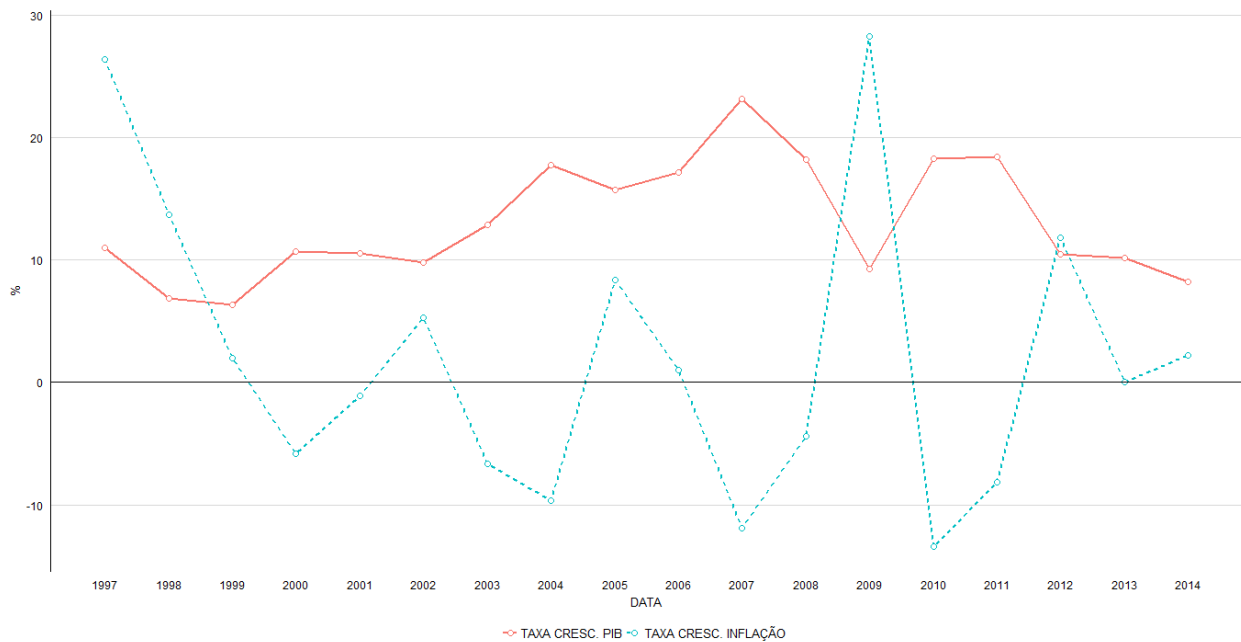
conjunto de políticas macroeconômicas realizadas pela China no período de 1997-2014, bem como seus principais indicadores.

### **3.3.1. Política Macroeconômica na China (1997-2014)**

O conjunto de políticas macroeconômicas na China até a Crise de 2008, se baseou em grande parte por e uma política monetária e fiscal “apertada” para esfriar a economia e assim conter o aumento do índice geral de preços. E quando ocorre o contrário, quando a inflação está baixa, as autoridades utilizam políticas monetária e fiscal expansionária (Yongding, 2008). Esse comportamento foi chamado de “*stop-and-go*” por Yongding (2008) e seu ciclo inicia-se nos anos 1980.

Na Figura 13, percebe-se que a taxa de crescimento da inflação permaneceu menor que a taxa de crescimento do PIB durante os anos 2000, exceto após a Crise, em 2009 e no biênio 1997-1998 com o advento da Crise Asiática. Os instrumentos para o controle da inflação na China se baseiam em política monetária e fiscal e serão apresentados à seguir.

Figura 13 - Cresc. do PIB e Cresc. da Inflação - Em % (1997 - 2014)



Fonte: National Bureau of Statistics (NBS) e People's Bank of China (PBoC). Elaborado pelo autor.

### 3.3.1.1. Política Monetária (1997-2014)

Primeiramente, a política monetária realizada pelo banco central chinês, o People's Bank of China (PBoC) tem os seguintes objetivos: crescimento (emprego), estabilidade de preços e estabilidade cambial. Segundo Yongding (2008), outro objetivo implícito é o ajuste estrutural, pois a política macroeconômica tem efeitos sobre os componentes da demanda agregada, como por exemplo consumo, investimento, gastos do governo, etc.

Os objetivos mencionados são atingidos através de dois instrumentos: a base monetária e o multiplicador monetário. As autoridades controlam a base monetária diretamente, e através de um multiplicador monetário controlam a oferta monetária. Após uma decisão de política monetária ter sido tomada, uma questão imediata é como as mudanças na oferta monetária influenciam a economia real. Supõe-se que as mudanças influenciam a economia real através de canais de transmissão tais como o canal de

preços de ativos financeiros (balanço de portfólio), o canal de transmissão de riqueza, o canal de crédito e também pela transmissão de expectativas (Yongding, 2008).

Para atingir a oferta monetária manipulando a base monetária, o PBoC realiza operações de mercado aberto (*“open market”*). Os instrumentos financeiros negociados em operações de mercado aberto são títulos do governo, contas do governo central e contas de política financeira. A China possui um mercado monetário relativamente bem desenvolvido, que consiste principalmente no mercado monetário interbancário e no mercado interbancário de títulos públicos, onde são realizadas operações de recompra e de recompra inversa, com a finalidade de aumentar ou reduzir a liquidez.

O trabalho de Chen et al. (2016) encontrou evidências empíricas mostrando que a política monetária da China foi pró-crescimento, utilizando o agregado monetário M2 como a principal ferramenta de política. Os autores encontraram evidências que mostram a política pró-crescimento sendo transmitida através do aumento no investimento em indústrias pesadas financiadas por empréstimos/créditos bancários de médio e longo prazo.

Para finalizar, o estudo de Chen et al. (2016) mostra também que a política monetária da China é a sua resposta assimétrica ao estado da economia. Quando o crescimento real do PIB fica aquém da meta do governo, a política monetária reage mais agressivamente do que em tempos normais. E por consequência, os choques de política monetária no estado de déficit contribuem duas vezes mais para a flutuação do PIB do que aqueles no estado normal.

#### *3.3.1.1. Política Fiscal (1997-2014)*

A política fiscal tem desempenhado um papel significativo na manutenção do crescimento da economia chinesa. As despesas do governo concentraram-se na construção de infraestrutura, na reforma das empresas estatais, no desenvolvimento do sistema de segurança social, na ciência e tecnologia, na educação, na agricultura e no

desenvolvimento das regiões ocidentais. Isso levou a aumentos rápidos nas receitas fiscais em relação ao aumento dos pagamentos de juros. Como resultado, a posição fiscal da China melhorou em vez de se deteriorar (Yongding, 2008).

Dois fatores determinam a dinâmica entre a relação dívida / PIB: a taxa de crescimento e a relação entre déficit governamental / PIB. Enquanto a China puder manter uma taxa de crescimento relativamente alta de 7-8% e uma relação do déficit orçamental / PIB inferior a 3 por cento, o rácio dívida / PIB irá convergir para um limite menor de 40%. A incorporação de passivos contingentes no saldo da dívida apenas influenciou a posição inicial do relação dívida / PIB e não alteraria o limite ao qual a relação converge (Yongding, 2008).

Com base nas informações até 2007, Yongding (2008) sugere que não há riscos de uma crise fiscal e que isso abre espaço para uma futura política fiscal expansionista no futuro. À partir da Crise de 2008 foi isso o que ocorreu, o governo inicia um plano de estímulo fiscal em 2009 com o objetivo de elevar o componente formação de capital na demanda agregada.

### **3.4. PODER GEOPOLÍTICO**

Nessa sessão serão apresentados alguns pontos acerca da geopolítica atual chinesa e como a China tenta colocar suas preferências sobre os demais países com o objetivo de subir na hierarquia mundial.

O poder geopolítico de um país é a capacidade do mesmo exercer suas preferências sobre os outros países. Na geopolítica existe uma clara relação de poder entre os países que acaba por evidenciar uma hierarquia, onde alguns países conseguem impor suas preferências sobre os demais (Strange, 1986). Para alguns autores o poder é um fator central para a determinar as moedas dominantes no cenário internacional, pois pode deter os demais países ligados ao seu modo de inserção no capitalismo mundial (Prates, 2002; Aglietta e Deussy-Fournier, 1994; Helleiner, 2008).

As ações de promoção da geopolítica chinesa crescem conforme ocorreu seu desenvolvimento econômico. Para Beeson e Li (2015), embora o aumento da alavancagem material da China aumente sua importância e suas opções políticas potenciais, sua capacidade ou até mesmo a vontade de realizar tais oportunidades está longe de ser clara. O declínio dos EUA e o renascimento da China podem apresentar oportunidades, mas a possibilidade, muito menos a inevitabilidade, de algum tipo de "transição hegemônica" permanece remota (Beeson e Li, 2015; Cintra e Pinto, 2016).

É preciso lembrar que a ascensão chinesa moderna ocorreu em um ambiente institucionalizado pela ordem internacional sob a hegemonia norte-americana (Beeson e Li, 2015). Outros autores afirmam que houve uma relação simbiótica entre os países, Ferguson e Schularick (2007) nomeiam essa relação de "Chimerica". Basicamente, essa relação é baseada exportação de bens da China para os Estados Unidos (muitas vezes através de empresas americanas com investimento estrangeiro), para os quais é pago em dólares americanos, que recicla em dívida, permitindo um processo do qual ambos os lados se beneficiam.

#### **3.4.1. Participação em Instituições Internacionais e Poder Militar da China**

Medir o poder geopolítico é uma tarefa difícil, porém é possível analisar alguns dados sobre a participação desses países em instituições internacionais, bem como dados sobre seu poder militar.

A Tabela 3 abaixo mostra o poder de voto de alguns países detêm na Assembleia de Governadores (*Board of Governors*) do FMI, a autoridade decisória máxima da instituição. Este poder de voto está associado à quota de DES que possuem depositados no Fundo e revela nitidamente a supremacia dos países centrais sobre os periféricos. A China aparece como o terceiro maior poder de voto (com 6,09%), e na sua frente há o Japão (com 6,16%), e os EUA liderando a lista (com 16,53%).

Tabela 3 - Poder de Voto no FMI - Principais Países

| Membros        | Quota           |       | Votos  |       |
|----------------|-----------------|-------|--------|-------|
|                | Milhões de SDRs | %     | Número | %     |
| Estados Unidos | 829942          | 17,46 | 831406 | 16,53 |
| Japão          | 308205          | 6,48  | 309669 | 6,16  |
| China          | 304829          | 6,41  | 306293 | 6,09  |
| Alemanha       | 266344          | 5,6   | 267808 | 5,32  |
| França         | 201551          | 4,24  | 203015 | 4,04  |
| Reino Unido    | 201551          | 4,24  | 203015 | 4,04  |
| Itália         | 150700          | 3,17  | 152164 | 3,02  |
| Índia          | 131144          | 2,76  | 132608 | 2,64  |

Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI). Elaborado pelo autor.

Outra instituição multilateral importante é o Banco Mundial, cujo poder de voto na instituição é dividido entre suas organizações, que são: o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD); a Corporação Financeira Internacional (CFI); a Associação Internacional de Desenvolvimento (AID); e a Agência Multilateral de Garantia de Investimento (AMGI). Na Tabela 4 abaixo, são mostrados os poderes de voto dos principais países dentro dessas organizações. Em todas elas nota-se a presença majoritária do poder de voto dos EUA seguido do Japão e de alguns países centrais europeus. A China aparece apenas no top 3 do BIRD e aparece como um participante dos grupos inferiores da CFI, da AID e da AMGI.

Tabela 4 - Poder de Voto nas Organizações do Banco Mundial

**BIRD (Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento) - Maiores Poderes de Voto**

| Membros        | Assinaturas |       | Votos  |       |
|----------------|-------------|-------|--------|-------|
|                | Número      | %     | Número | %     |
| EUA            | 383678      | 17,38 | 384364 | 16,45 |
| Japão          | 165444      | 7,49  | 16613  | 7,11  |
| China          | 106594      | 4,83  | 10728  | 4,59  |
| Alemanha       | 96574       | 4,37  | 9726   | 4,16  |
| França         | 90404       | 4,1   | 9109   | 3,9   |
| Reino Unido    | 90404       | 4,1   | 9109   | 3,9   |
| Índia          | 69923       | 3,17  | 70609  | 3,02  |
| Rússia         | 66505       | 3,01  | 67191  | 2,87  |
| Arábia Saudita | 66505       | 3,01  | 67191  | 2,87  |
| Itália         | 60903       | 2,76  | 61589  | 2,64  |

**AID (Associação Internacional de Desenvolvimento) - Maiores Poderes de Voto**

| Parte I - Membros  | Votos   |       |
|--------------------|---------|-------|
|                    | Número  | %     |
| EUA                | 2707023 | 10,08 |
| Japão              | 2275192 | 8,47  |
| Reino Unido        | 1711281 | 6,37  |
| Alemanha           | 1469076 | 5,47  |
| França             | 1026486 | 3,82  |
| Parte II - Membros | Votos   |       |
|                    | Número  | %     |
| Arábia Saudita     | 885267  | 3,3   |

|         |        |      |
|---------|--------|------|
| Índia   | 769591 | 2,86 |
| China   | 592628 | 2,21 |
| Polônia | 539049 | 2,01 |
| Brasil  | 426754 | 1,59 |

**CFI (Corporação Financeira Internacional) - Maiores Poderes de Voto**

| Membros     | Assinaturas |       | Votos  |       |
|-------------|-------------|-------|--------|-------|
|             | Número      | %     | Número | %     |
| EUA         | 569379      | 22,19 | 570199 | 20,99 |
| Japão       | 162534      | 6,33  | 163354 | 6,01  |
| Alemanha    | 128908      | 5,02  | 129728 | 4,77  |
| França      | 121015      | 4,72  | 121835 | 4,48  |
| Reino Unido | 121015      | 4,72  | 121835 | 4,48  |
| Índia       | 102947      | 4,01  | 103767 | 3,82  |
| Rússia      | 102853      | 4,01  | 103673 | 3,82  |
| Canadá      | 81342       | 3,17  | 82162  | 3,02  |
| Itália      | 81342       | 3,17  | 82162  | 3,02  |
| China       | 61756       | 2,41  | 62576  | 2,3   |

**AMGI (Agência Multilateral de Garantia de Investimento) - Maiores Poderes de Voto**

| Parte I - Membros | Assinaturas |       | Votos  |       |
|-------------------|-------------|-------|--------|-------|
|                   | Número      | %     | Número | %     |
| EUA               | 32564       | 18,36 | 3279   | 15,02 |
| Japão             | 8979        | 5,06  | 9205   | 4,22  |
| Alemanha          | 8936        | 5,04  | 9162   | 4,2   |
| França            | 8565        | 4,83  | 8791   | 4,03  |
| Reino Unido       | 8565        | 4,83  | 8791   | 4,03  |



| Parte II - Membros | Assinaturas |      | Votos  |      |
|--------------------|-------------|------|--------|------|
|                    | Número      | %    | Número | %    |
| China              | 553         | 3,12 | 5756   | 2,64 |
| Rússia             | 5528        | 3,12 | 5754   | 2,64 |
| Arábia Saudita     | 5528        | 3,12 | 5754   | 2,64 |
| Índia              | 5371        | 3,03 | 5597   | 2,56 |
| Brasil             | 2606        | 1,47 | 2832   | 1,3  |

Fonte: World Bank Group (WBG). Elaborado pelo autor.

Outra dimensão que mensura o poder geopolítico de um país é seu poder militar. Os rankings elaborados para medir o poder militar de um país levam em conta fatores como tamanho do exército (soldados, armas e veículos), capacidade tecnológica, entre outros. Segundo os dados disponibilizados por uma consultoria especializada na Tabela 5 abaixo, temos os EUA majoritariamente em primeiro lugar, a Rússia em segundo lugar, e a China em terceiro lugar.

Tabela 5 - Principais Potências Militares

**Ranking Países (Continente e Afiliações)**

|   |  |
|---|--|
| 1 | EUA (América do Norte; OTAN)               |
| 2 | Russia                                     |
| 3 | China (Ásia)                               |
| 4 | India (Ásia)                               |
| 5 | França (Europa; OTAN; União Europeia)      |
| 6 | Reuno Unido (Europa; OTAN; União Europeia) |
| 7 | Japão (Asia)                               |
| 8 | Turquia (Asia; Oriente Médio; OTAN)        |
| 9 | Alemanha (Europa; NATO; Eunion)            |

|    |   |
|----|---|
| 10 | Itália (Europa; NATO; Eunion)           |
| 11 | Coreia do Sul (Ásia)                    |
| 12 | Egito (Africa; Middle East)             |
| 13 | Paquistão (Asia)                        |
| 14 | Indonésia (Asia; Sudeste Asiático)      |
| 15 | Brasil (América do Sul; América Latina) |
| 16 | Israel (Oriente Médio)                  |
| 17 | Vietnã (Ásia; Sudeste Asiático)         |
| 18 | Poland (Europe; OTAN; União Europeia)   |
| 19 | Taiwan (Ásia)                           |
| 20 | Tailândia (Ásia; Sudeste Asiático)      |

---

Fonte: Global Fire Power Rankings. Disponível em: (<http://www.globalfirepower.com/countries-listing.asp>). Elaborado pelo autor.

Embora as capacidades e os gastos militares da China a coloquem entre as principais potências militares, o país ainda permanece muito atrás dos Estados Unidos. Porém as políticas estrangeiras e de segurança cada vez mais assertivas do país estão tendo um grande impacto sobre seus vizinhos imediatos e sobre os próprios Estados Unidos.

### **3.4.2. Transição Internacional e suas Ações Recentes**

Segundo Cintra e Pinto (2016), a China atravessa um período de transição internacional na medida que expande sua capacidade de projetar-se internacionalmente. Tanto economicamente, financeiramente, politicamente, diplomaticamente e militarmente. Conforme mostrado na sessão anterior, a China alcançou posições mais altas nas instituições multilaterais. Mas suas ações recentes também incluem promover e financiar estruturas paralelas.

Entre as ações promovidas em estruturas paralelas pela China, destacam-se: 1) A consolidação de vínculos de longo prazo para ampliar o investimento e comércio chinês nos países em desenvolvimento; 2) A expansão de mecanismos de cooperação para a segurança regional; 3) A utilização maior de fóruns multilaterais e bilaterais para finalidades diplomáticas.

Sobre os vínculos de longo prazo estabelecidos pela China com foco em investimento e comércio nos países emergentes, o país empenha em exportar bens industriais de maior conteúdo tecnológico, bem como fortalecer os investimentos voltados para a importação de matérias primas e energia. Entre os países que a China criou fortes relações encontram-se na América Latina e na África. Os chineses adotam uma estratégia pragmática e que se ajusta às circunstâncias. Os responsáveis pelo envolvimento internacional utilizam-se de amplas ferramentas. Segundo Prasad (2016), para realizar esses objetivos a China: 1) Aumentou gradualmente sua presença nas instituições internacionais (conforme mostrado na sessão anterior), de forma a estabelecer apoio de países sem nenhum interesse direto ou imediato com a China ; 2) Criou suas próprias instituições multilaterais, garantindo sua autonomia em definir as regras do jogo e subconsequentemente catalisar mudanças nas demais instituições; 3) Fortaleceu as parcerias com países com objetivos semelhantes, e assim criar instituições com países vistos como parceiros e potenciais competidores; e 4) Utilizou outros braços do Estado como empresas estatais, bancos e agências de desenvolvimento para aumentar o seu poder e alcance financeiro global.

No que diz respeito à segurança, o país procura enfrentar desafios que colocam em xeque a segurança regional, como terrorismo, separatismo e extremismo. A China alia-se a Rússia estabelecem a Cooperação de Shangai (Shanghai Cooperation Organization - SCO) em 2001 junto de outros países. Essa arquitetura internacional manteve uma cooperação pequena, pois tensões entre Rússia e China podem comprometer esse fórum. A China também enfrenta problemas territoriais no Mar do Sul da China, o que gerou inseguranças com os países da região (Vietnã, Filipinas, Malásia, Taiwan e Brunei), que estão sob o guarda-chuva de segurança dos EUA.

## **4. O PROCESSO DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI (RMB)**

Nos anos recentes a importância internacional da China cresceu na economia global. As reformas e políticas adotadas somadas as conexões internacionais estabelecidas proporcionaram condições materiais para que a China busque internacionalizar sua moeda, o renminbi (RMB). Essa sessão tem o objetivo de mapear qual a estratégia utilizada e os mecanismos para o uso da internacional da moeda chinesa. Mostrando os avanços na utilização da moeda para o comércio e em mercados *offshore*, bem como as políticas subjacentes de promoção do renminbi, e por fim realiza-se uma breve discussão sobre as implicações para o sistema monetário internacional e para a China.

### **4.1. OS OBJETIVOS E A ESTRATÉGIA DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO RMB**

A análise realizada por Cintra e Martins (2013) avalia elementos de economia política por trás dos objetivos de internacionalização do renminbi. A análise dos autores considera que a acumulação liderada pelas nações desenvolvidas da tríade formada por EUA, Japão e União Europeia contribuiu para transformar a Ásia no centro de produção manufatureira do mundo, tendo a China como a economia principal nesse centro. O quadro internacional possibilitou o potencial de crescimento e de incorporação tecnológica da China, o que elevou a condição do país como um pólo de poder, que busca ampliar a participação nos processos decisórios internacionais (Cintra e Martins, 2013).

É neste contexto que a China tem a possibilidade de estabelecer o renminbi como moeda internacional (Cintra e Martins, 2013). Na visão de Eichengreen (2011): “se o renminbi fosse utilizado de maneira mais ampla nas transações internacionais, a China

não precisaria manter reservas em moeda estrangeira para ajustar seu balanço de pagamentos ou para ajudar as empresas nacionais a liquidar suas transações internacionais. Bastaria aumentar ou diminuir as emissões da própria moeda nacional, na medida das necessidades, como os Estados Unidos, passando a desfrutar de todas as vantagens de um país emissor de moeda-reserva internacional”.

Cintra e Martins (2013) concluem que a China planeja ampliar seu raio de manobra no plano monetário e financeiro internacional. Para atingir esses objetivos, a estratégia chinesa é baseada em políticas graduais para promover a utilização da moeda para o comércio e em mercados *offshore* de renminbi. As medidas para a internacionalização estão sob o Estado e não de agentes privados ou do mercado, e o processo parece se dar mais por critérios de oferta, do que de demanda (Pose, 2016).

Tenta-se atingir as preferências de demanda através de medidas de oferta. Os incentivos à utilização da moeda chinesa se baseiam em como as autoridades chinesas aproveitam as redes de transações internacionais constituídas durante a expansão de sua economia. Para não correr riscos, a China visa utilizar essas redes, já que não adota uma grande abertura de suas contas de capital e não possui um sistema financeiro desenvolvido, ou seja, com mercados amplos e profundos (Cohen, 2012).

Para Dongsheng (2013), a política prevalecente deve concentrar-se em evitar os seguintes riscos econômicos: incentivo a variância significativa da taxa de juros e arbitragem de taxa de câmbio entre os mercados doméstico e *offshore*; volatilidade macroeconômica devido a abertura da conta de capital; e o estabelecimento de um calendário para a liberalização financeira limita a margem de manobra do governo.

Internacionalizar a moeda sem perder os controles da economia nacional tem sido o que guia todo esse processo. E para que de fato o renminbi venha a ser uma moeda chave no cenário internacional argumenta-se que é necessário um maior grau de liberalização e conversibilidade. Porém, conforme McCauley (2011) a estratégia de desenvolvimento de seus mercados financeiros está equilibrada com políticas de manutenção ao emprego e proteção contra uma eventual instabilidade financeira.

Segundo Cohen (2012), a estratégia chinesa de internacionalização consiste em dois caminhos: comercial e financeiro. E conforme a literatura, esses dois caminhos desdobram-se nas seguintes diretrizes: 1) Aumentar o uso do renminbi na denominação e liquidação do comércio internacional; 2) Criar um mercado *offshore* para o renminbi, com um sistema de depósitos; e 3) Transformar a cidade de Shanghai num centro financeiro internacional (Cintra e Martins, 2013; Eichengreen, 2015). É importante lembrar que os caminhos e diretrizes para a internacionalização do renminbi não são independentes e sim inter-relacionadas. As políticas para realização de um, afetam outro. Conforme Pose (2016) a internacionalização do renminbi não é unidirecional, mas pautada por ações e mudanças que afetam a economia chinesa como um todo.

## **4.2. O USO OFFSHORE DO RENMINBI**

O uso de renminbi nos pagamentos transfronteiriços tem crescido rapidamente nos últimos anos, juntamente com o seu status de moeda cada vez mais negociada nos mercados financeiros globais. Esse movimento reflete o crescimento e a crescente interconectividade da economia chinesa com o resto do mundo, o que resultou em um crescente interesse e disposição entre não-residentes para utilizar o renminbi. As próximas subsessões relatam os principais avanços nos usos internacionais da moeda, que são: 1) Liquidação do comércio transfronteiriço; 2) Denominação de IEDs; 3) Depósitos *offshore*; e 4) Participações Estrangeiras.

### **4.2.1. Denominação de Operações de Comércio Exterior em RMB**

O aumento da denominação e liquidação em operações de comércio transfronteiriço (*“cross-border trade settlement”*) é um dos caminhos pelo qual as autoridades chinesas pretendem internacionalizar o renminbi. A China é uma das líderes em volume no comércio internacional, porém grande parte dele é liquidado em outras moedas

internacionais (principalmente em dólar). A promoção de sua moeda no comércio transfronteiriço é importante para estabelecer mais uma moeda veicular em transações internacionais que envolvem suas operações comerciais.

Para promover constantemente a sua moeda e também o seu grande comércio, a liquidação desse comércio em RMB aparece como uma estratégia viável. Após a Crise de 2008, moedas chave como o dólar e o euro foram impactadas, e isso gerou uma certa volatilidade no período, o que forçou grandes empresas a encontrar uma terceira moeda para liquidar suas operações.

Em meados de 2008, a China já realizava importações e exportações denominadas em renminbi com alguns países do ASEAN, e também com as regiões administrativas de Hong Kong e Macau. Em 2009, após uma série de discussões entre seus órgãos e regiões começou a implementar um programa piloto de liquidação do comércio exterior em RMB. A China anunciou oficialmente o regulamento sobre o Projeto Piloto e inaugurou em Shanghai e 4 cidades em Guangdong (Guangzhou, Shenzhen, Zhuhai e Dongguan), bem como Hong Kong, Macau e os países da ASEAN.

A essência do programa-piloto é permitir que as empresas de comércio exterior das regiões selecionadas possam compensar suas operações em renminbi. As empresas exportadoras devem solicitar ao PBoC e às autoridades locais ou provinciais a possibilidade de transformarem-se em empresas-piloto. Assim, é possível compensar suas operações através de um banco, registrando suas informações no PBoC e ser recomendadas pelas autoridades locais ou provinciais. O uso do renminbi é baseado em uma operação de compensação, ou seja, a empresa utiliza a moeda de liquidação dependendo de fatores como benefícios de custo, facilidade de realizar a compensação, liquidação com legitimidade institucional e viabilidade da operação real do renminbi à um preço estável.

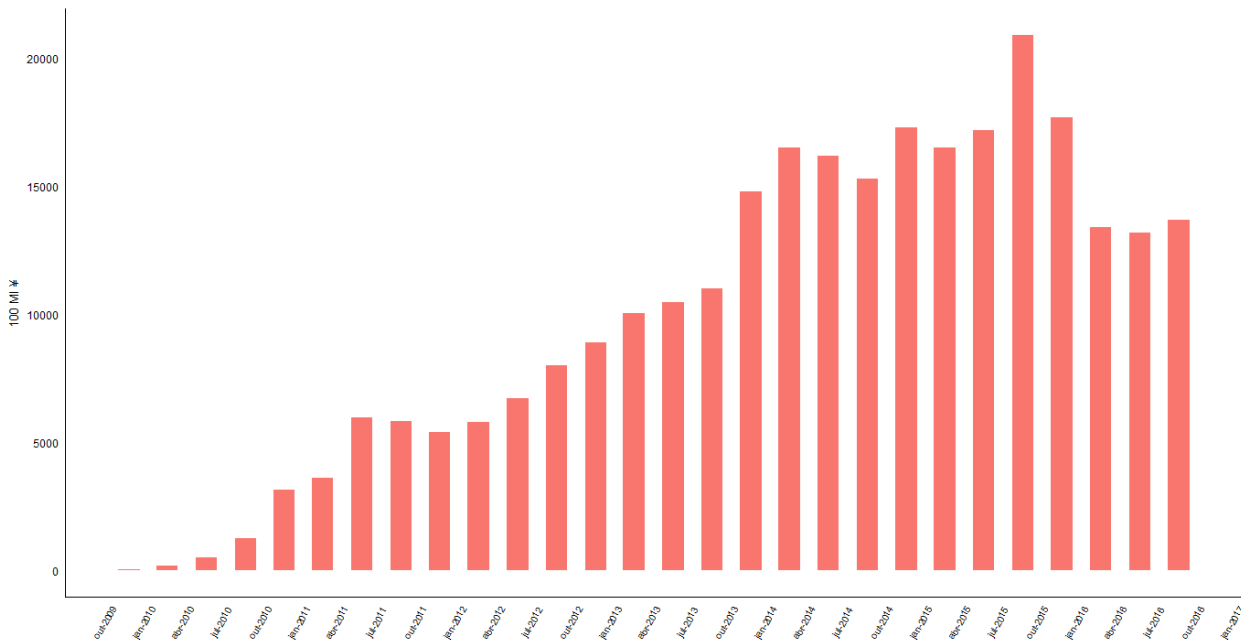
Inicialmente o projeto apresentou um crescimento discreto, pois o aparato institucional chinês acabava atrapalhar o sistema de descontos especiais do comércio exterior (Jing, 2011). Isso eventualmente afetou o interesse das empresas em liquidar suas operações na moeda, o que forçou as autoridades chinesas à adotar uma política

de reembolso para as empresas participantes do programa piloto. E, em seguida, os negócios que realizaram a liquidação em RMB recebem um benefício em forma de desconto para operações de importação e exportação.

Em junho de 2010 houve um salto nas operações. Os bancos comerciais passaram a provisionar mais produtos relacionados à liquidação na moeda, não só por conta dos benefícios fiscais oferecidos, mas também porque a valorização do renminbi irá reforçar os parceiros de negócios e a vontade de usar a moeda. Com esse cenário, o programa é ampliado para mais províncias até que em meados de 2011 o programa se tornou válido para todo o país. Em 2014, cerca de 20% do comércio de bens da China foi liquidado em renminbi. Em 2015, a parcela de liquidação de renminbi do comércio de bens da China aumentou quase 10,5% em relação ao ano anterior. Entre os fatores citados para o rápido aumento estão os benefícios mútuos, tais como melhores preços para os compradores não residentes, mais segurança contra o risco cambial para entidades chinesas, e um gerenciamento de fluxo de caixa mais eficiente e menores custos de transação para ambos os lados (ver Figura 14) (Prasad, 2016).



Figura 14 - Operações de Comércio Exterior Faturadas em RMB (Dez/2009 - Set/2016)



Fonte: WIND Information Co. – Wind Financial Terminal  
<http://www.wind.com.cn/en/product/Wind.DataFeed.html>). Elaborado pelo autor.

#### 4.2.2. Liquidação de Investimento Direto em Renminbi

Desde 2011, os pagamentos de investimento estrangeiro direto (IED), tanto os fluxos de entrada e saída foram permitidos em renminbi. A moeda chinesa está avançando rapidamente para liquidar pagamentos de investimento direto em ambas as direções. Cerca de 30% das transações de entrada de IED foram liquidadas em renminbi em 2014, se comparadas aos 13% em 2012 (FMI, 2015). E refletindo a crescente disponibilidade de contrapartes não-residentes para aceitar a moeda chinesa na liquidação, perto de 16% das saídas de IED da China foram liquidadas em renminbi em 2014, comparados aos 4% em 2012 (FMI, 2015). Em 2015, a parcela de operações liquidadas em renminbi tanto de entrada e saída de IEDs aumentou 65,2% e 228,1%

respectivamente, se forem comparadas em relação ao ano anterior (Nabar e Tovar, 2017).

#### **4.2.3. Depósitos *Offshore* em Renminbi**

Os bancos licenciados de Hong Kong começaram a aceitar depósitos em renminbi em fevereiro de 2004, inicialmente principalmente para apoiar o turismo no continente e as remessas. O ritmo de acumulação começou a acelerar após a transação transfronteiriça em renminbi permitida em 2009, impulsionada principalmente pelo crescimento de depósitos corporativos. E assim, bancos em locais como Taiwan, Macau e Singapura passam a ser autorizados a aceitar depósitos na moeda chinesa (Nabar e Tovar, 2017; Prasad, 2016).

Em 2010, se contabilizava aproximadamente ¥100 bilhões. E em 2014, os depósitos *offshore* subiram para ¥2.3 trilhões, enquanto o renminbi apreciou de encontro às moedas principais durante este período. O volume de depósitos na moeda chinesa no exterior, desde então, caiu para cerca de ¥1.3 trilhão em meados de 2016 (Nabar e Tovar, 2017; Prasad, 2016).

#### **4.2.4. Títulos *Offshore* em Renminbi (“*Dim Sum Bonds*”)**

Fornecer aos investidores estrangeiros um ambiente profundo e líquido de ativos de alta qualidade denominados na moeda chinesa é crucial para o objetivo da China de impulsionar o uso internacional de sua moeda. A emissão de títulos *offshore* em renminbi (normalmente denominada por títulos “*dim sum*” por traders do mercado financeiro) foi inicialmente restrita à política continental e aos bancos comerciais, começando com o China Development Bank (CDB) em julho de 2007 no mercado financeiro de Hong Kong (Fung; Tzau; Yau, 2013). A própria emissão de títulos soberanos da China em Hong Kong

é um importante impulso do mercado desde o primeiro leilão ocorrido em setembro de 2009, e ainda impulsionado pela percepção dos investidores estrangeiros sobre o renminbi como uma aposta segura para subir de valor ou pelo menos manter-se estável.

Dentre as empresas que realizaram emissões desses títulos em fundos em renminbi no mercado *offshore*, incluí-se grandes empresas estrangeiras, como McDonald's, Volkswagen e Caterpillar. A emissão já se espalhou para centros fora da Ásia, como a *City of London* em Londres, onde o HSBC emitiu o primeiro título na moeda chinesa em abril de 2012 (Fung; Ko; Yau, 2014; Fung; Tzau; Yau, 2013).

As agências e os governos estrangeiros também têm sido ativos na exploração de fundos *offshore* em renminbi. Em setembro de 2014, a International Finance Corporation (IFC) emitiu o que era então o maior título de RMB listado em Londres, no valor de ¥1 bilhão. Em outubro de 2014, o Reino Unido emitiu seu primeiro título soberano denominado em renminbi (no valor de ¥3 bilhões) e indicou que o produto seria mantido na forma de reservas cambiais. Um mês depois, a província canadense da Colúmbia Britânica emitiu seu segundo título em RMB, por ¥3 bilhões (Nabar e Tovar, 2017).

Os instrumentos que permitem a cobertura de risco (ou operações de *hedge*) de taxa de juros e de moeda acompanharam o crescimento do mercado de dívida *offshore*. Os participantes do mercado observam os grandes volumes de *swaps* de divisas cruzadas envolvendo renminbi *offshore* e o surgimento da curva de swap de moeda cruzada como uma curva de juros de referência do renminbi *offshore*.

Embora esses desenvolvimentos tenham possivelmente facilitado o crescimento do mercado de títulos “*dim sum*”, segundo Nabar e Tovar (2017) a análise de regressão que testa os determinantes da emissão líquida desses títulos, confirma que ela tem sido impulsionada principalmente por expectativas de apreciação do renminbi, tanto da base CNY e da base CNH, que são utilizadas para negócios *onshore* e *offshore*. Em contraste, o diferencial de taxa de juros entre os mercados *onshore* e *offshore* e os *spreads* de crédito em ambos os mercados são fatores que se mostraram estatisticamente insignificantes na determinação da emissão de títulos “*dim sum*”.

#### **4.2.5. Participações Estrangeiras em RMB**

Dados escassos sobre as detenções em bancos centrais de ativos denominados em *renminbi* impedem um julgamento definitivo de quão difundida é a prática, salvo tentativas de estimar esses dados, como no artigo de Liao e McDowell (2015). A partir de abril de 2015, o PBoC se pronunciou oficialmente e estimou que o total de títulos *offshore*, ações, depósitos e outros ativos denominados na moeda chinesa por bancos centrais e autoridades monetárias estrangeiras totalizou ¥666,7 bilhões (um pouco mais de US\$ 100 bilhões).

#### **4.3. TRADING OFFSHORE DE RENMINBI**

O Bank of International Settlements (BIS) realiza trienalmente uma pesquisa chamada “*Central Bank Survey on Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*” que mostra a participação das moedas nos mercados de câmbio e derivativos no mundo. Segundo a pesquisa de 2016, a participação do renminbi no faturamento global no *turnover* dos mercados de câmbio nos últimos anos aumentou rapidamente de uma base baixa (BIS, 2016). Esses desenvolvimentos já eram evidentes na pesquisa de 2013, que mostrou um aumento considerável da participação do renminbi nos volumes de negociação desde 2010, subindo para 1,1% do volume de negócios global (volume de negócios médio diário de US\$ 120 bilhões) e 0,8% do *spot* global (volume diário de US\$34 bilhões) (BIS, 2013). Em 2016, essas ações haviam aumentado para 2,0% no volume de negócios global e no *spot* global (US\$ 202 e US\$ 68 bilhões, respectivamente). Este montante coloca o volume de negócios global do RMB atrás de algumas das moedas-chave de reserva do mundo (isto é, o dólar dos EUA, o euro, o iene japonês, a libra esterlina, o dólar australiano, o dólar canadense e o franco suíço).

Um estudo do FMI usando dados da plataforma eletrônica de pagamentos online chamada SWIFT, com base nas mensagens interbancárias usadas para confirmar as

transações de câmbio mostrou que o volume total de renminbi transacionado aumentou 108% do primeiro trimestre de 2013 para o segundo trimestre de 2015 (FMI, 2015). A atividade de mercado de câmbio por região mostra que o comércio de renminbi é o mais comum na Ásia, e constitui uma parte pequena mas crescente na Europa, e é ainda é pequena na América do Norte<sup>6</sup>.

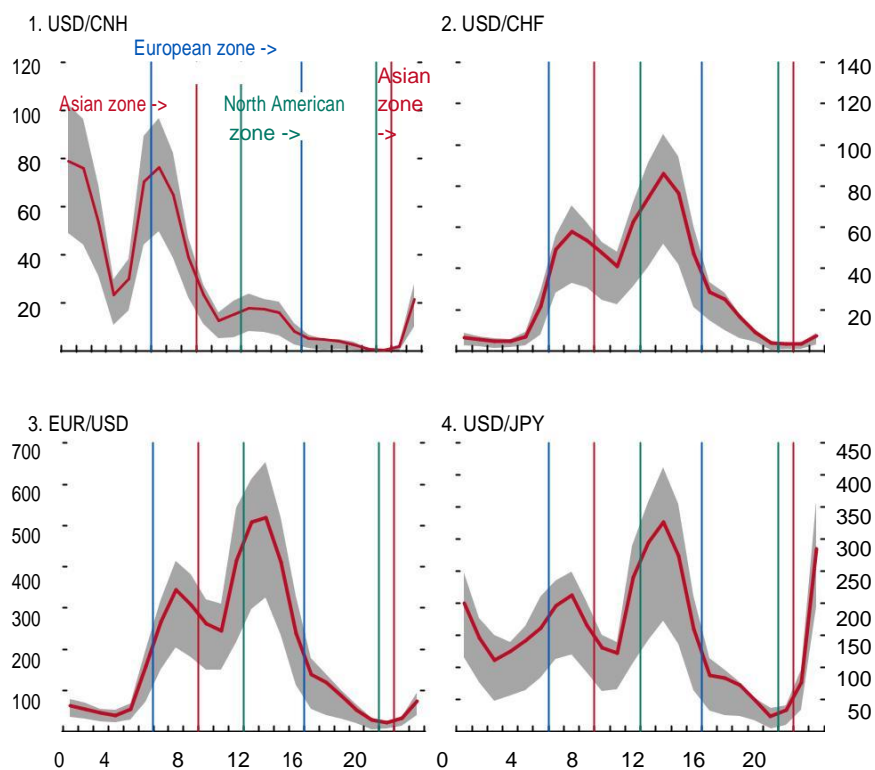
Nabar e Tovar (2017) realizaram uma pesquisa com dados da Electronic Broking Services (EBS) sobre o volume de negócios em moeda estrangeira por centro de negociação, e agregados por tipos de negócios e em três fusos horários amplos (Ásia, Europa e Américas) trazem indicativas sobre a liquidez global. A pesquisa mostra como o renminbi é uma das moedas mais negociadas na Ásia. A pesquisa trienal do BIS de 2016 também confirma esse fato, mostrando que a China continental, Hong Kong e Cingapura representam quase três quartos do volume de negócios global do renminbi. O comércio de RMB também aumentou rapidamente em Londres, beirando US\$ 40 bilhões por dia (15% do total de negociação *offshore*). E a negociação na América do Norte continua a ser muito pequena, e em outros mercados como a Coreia do Sul, houve um crescimento substancial de negociações.

Esse padrão de negociação pode é apresentado na Figura 15 e na Figura 16 retiradas do trabalho de Nabar e Tovar (2017), que mostra como o mercado de renminbi (CNH) se aquece durante o fuso horário asiático, que se sobrepõe às primeiras horas do mercado europeu. O perfil do *turnover* de CNH é semelhante ao do franco suíço em relação ao dólar dos EUA. O volume de negócios nos principais pares de moedas tende a permanecer maior durante as horas fora do horário de pico, mesmo com o volume de negócios nesses pares de moedas caindo substancialmente desde o final das horas de negociação na América do Norte até que as negociações asiáticas subam.

---

<sup>6</sup> A associação entre a localização da operação de câmbio e a dos clientes subjacentes enfraqueceu, uma vez que as negociações registradas em um determinado mercado poderiam ser executadas em nome de clientes em outros lugares.

Figura 15 – Volume de Trading Diário (Índice) (USD/CHN; USD/CHF; EUR/USD; USD/JPY)

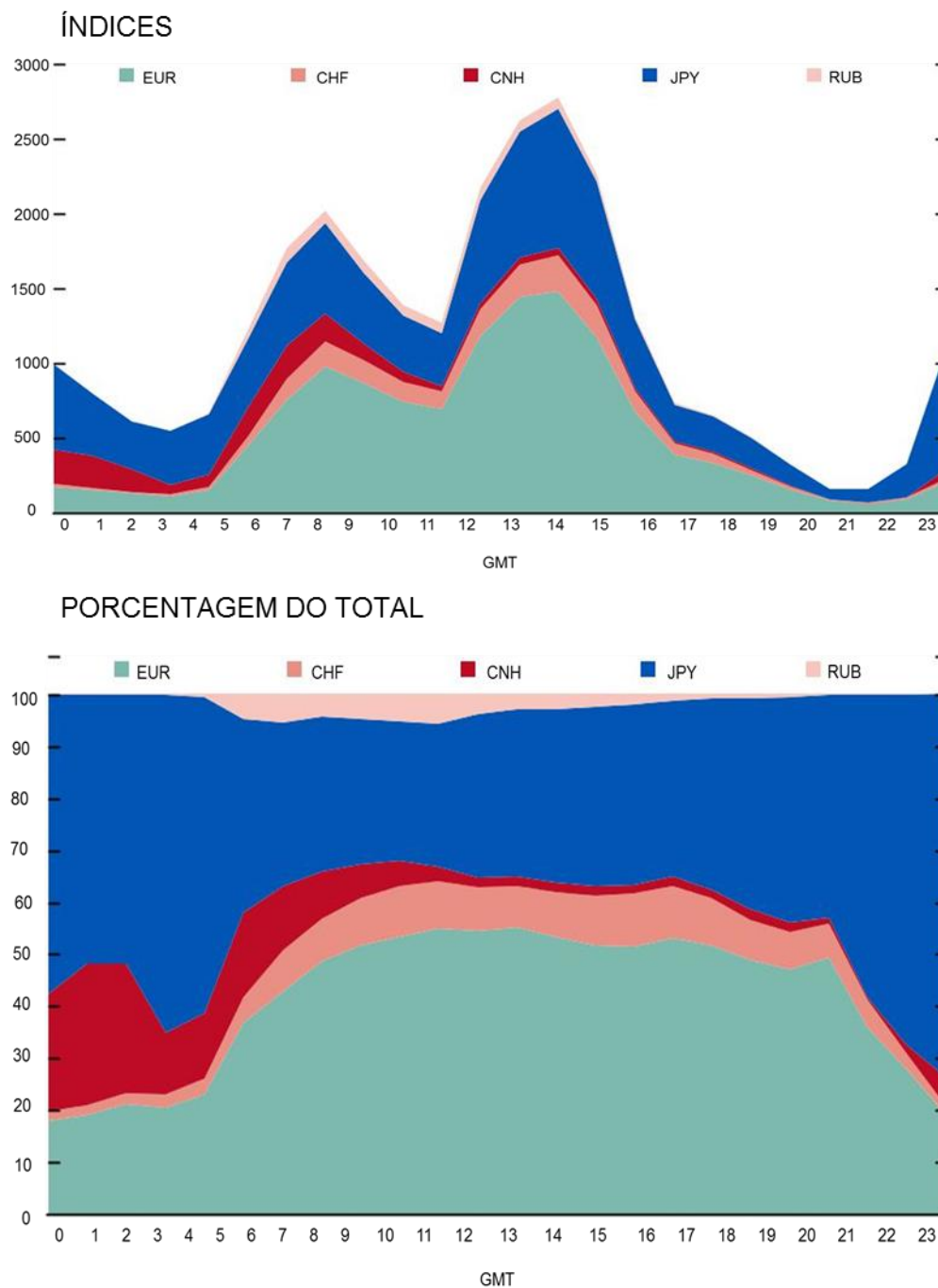


Fontes: Elaborado por Nabar e Tovar (2017) com dados da Electronic Broking Services (EBS).

Obs1: O eixo horizontal exibe o Horário Médio de Greenwich. A área sombreada exibe a 25ª e 75ª interquartil. Linhas verticais indicam zonas de negociação. O índice é calculado tomando a média diária dos volumes negociados das quatro moedas para igual a 100.

Obs2: O autor agradece a disponibilidade dos autores em conceder os gráficos elaborados em seu trabalho.

Figura 16 – Volume de Trading por Moeda e Principais Mercados de Troca



Fontes: Elaborado por Nabar e Tovar (2017) com dados da Electronic Broking Services (EBS).

Obs1: GMT = Greenwich Mean Time. E os índices são calculados tomando-se a média diária dos volumes negociados em todos os pares de moedas iguais a 100.

Obs2: O autor agradece a disponibilidade dos autores em conceder os gráficos elaborados em seu trabalho.

#### **4.4. POLÍTICAS SUBJACENTES DE PROMOÇÃO DO RENMINBI**

Enquanto existem algumas políticas consideradas diretas para a promoção do renminbi em âmbito internacional, ainda existem políticas subjacentes que tem por objetivo reforçar a estabilidade macro-financeira, tomando medidas graduais para desenvolver mercados em funcionamento, passar a preços e taxas de juro determinados pelo mercado e criar quadros políticos sólidos.

As medidas políticas subjacentes para promover a internacionalização do RMB abrangem três áreas principais: abertura gradual da conta de capital; medidas para reforçar o sistema financeiro nacional; apoio à liquidez offshore através de melhorias na infra-estrutura de pagamentos transfronteiriços; linhas de swap do banco central; e por fim a inclusão do renminbi nos Direitos Especiais de Saque (DES).

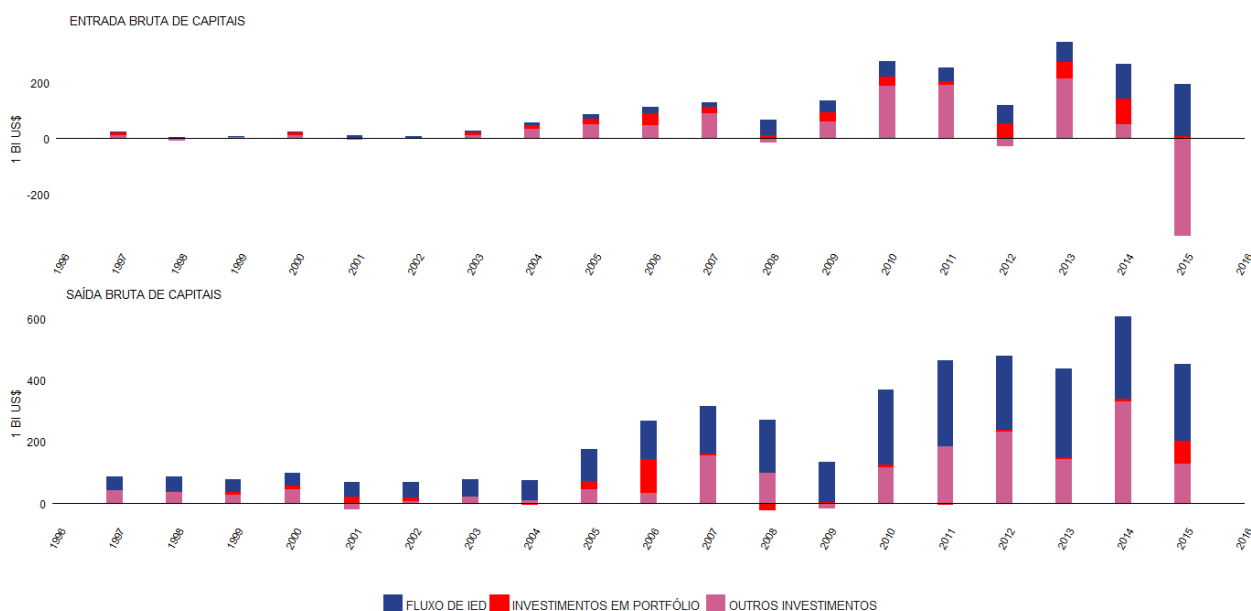
##### **4.4.1. Abertura Gradual das Contas de Capital**

A conta de capital é um dos componentes de contabilidade nacional que integra a balança de pagamentos referente à um país e sua relação com o resto do mundo. A conta de capital mostra a variação líquida de propriedade ativo físico ou financeiro para uma nação e, juntamente com a conta corrente, constitui o equilíbrio de uma nação de pagamentos. A conta de capital inclui o investimento estrangeiro direto (IED), carteira e outros investimentos, além de alterações na conta de reserva. A abertura dessa conta diz respeito aos graus de liberdade com que o capital é movimentado para dentro ou fora de um país. E no caso da China, têm se registrado um aumento gradual na abertura de suas contas.



A Figura 17 à seguir apresenta alguns desenvolvimentos decorrentes da liberalização das contas de capital. É possível notar o crescimento da entrada de capitais após 2001 com a entrada da China na OMC, em especial os IEDs, e a volatilidade dos investimentos em portfólio.

Figura 17 - Fluxos de Capitais na China (1997 - 2015)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI). Elaborado pelo autor.

Obs1: As entradas de capitais são a soma das aquisições de ativos de IEDs, investimentos em portfólio e outros investimentos. E as saídas de capitais são a soma da incorrência de passivos de IEDs, investimentos em portfólio e outros investimentos.

As autoridades responsáveis pelo regime macroeconômico chinês de alguns anos pra cá vem realizando a retirada de restrições nas contas de capital do país. As transações realizadas nas contas de capital são marcadas por elementos como restrições, pré-aprovações e quotas. No entanto, segundo Prasad (2016) existe uma agenda mais ampla de reforma financeira, em que as autoridades vêm relaxando gradualmente as restrições, ampliando os canais de acesso e aumentando as cotas para os fluxos bidirecionais (entrada e saída de capitais).

Entre as principais medidas adotadas sobre os canais bidirecionais para a abertura gradual das contas de capital, destacam-se: 1) Barreiras regulatórias menores; 2) Acesso mais fácil aos mercados para instituições oficiais e investidores privados de longo prazo; e 3) Canais para Repatriamento de Fundos RMB.

#### 4.4.1.1. *Canais de Fluxos de Saída (Outflows)*

Numerosas restrições à conta de capital restringem a livre convertibilidade dos ativos denominados em renminbi em moeda estrangeira. A liberalização destas restrições é muito gradual, especialmente para os indivíduos. Os bancos chineses e as empresas não-financeiras também enfrentam restrições sobre os ativos estrangeiros que podem deter, mas estes estão sendo enfraquecidos. Sendo assim, as autoridades chinesas desenvolveram os seguintes canais de saída: 1) Investidores Institucionais Domésticos Qualificados (“*Qualified Domestic Institutional Investors*” ou QDIIs); e 2) Investidores Individuais Domésticos Qualificados (“*Qualified Domestic Individual Investors*” ou QDII2).

Em primeiro lugar, com a implementação do programa de Investidores Institucionais Domésticos Qualificados (QDIIs), em abril de 2006, permitiu-se que as instituições financeiras domésticas chinesas, cuja maioria são estatais, invistam em produtos financeiros *offshore*, como títulos e títulos. O programa permite que certos bancos comerciais, empresas de valores mobiliários, sociedades de gestão de fundos e companhias de seguros invistam em mercados de capitais estrangeiros sujeitos a certas restrições (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

As instituições financeiras devem primeiro solicitar uma licença QDII das agências reguladoras pertinentes (“*China Banking Regulatory Commission*” ou CBRC, e a “*China Insurance Regulatory Commission*” ou CIRC), que depende da sua principal linha de negócios. Eles então precisam buscar uma alocação de cotas na Administração Estatal de Câmbio (“*State Administration for Foreign Exchange*” ou SAFE). Os requisitos gerais de qualificação para QDII incluem: (i) estável situação financeira e bom crédito; (ii) pessoal qualificado com os conhecimentos necessários em matéria de gestão de ativos

e de avaliação de riscos; (iii) uma sólida estrutura de governança e sistemas de controle interno; E (iv) nenhum registro de qualquer penalidade importante imposta por alguma autoridade reguladora relevante. Existem também requisitos específicos em função dos tipos de instituição envolvidos. Por exemplo, uma empresa de gestão de fundos elegível precisa ter um patrimônio líquido de pelo menos ¥200 milhões, pelo menos dois anos de participação ativa no negócio de gestão de fundos e mais de ¥20 bilhões de RMB ou ativos de valor igual sob gestão no final do ano (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

O escopo dos investimentos no âmbito do programa QDII está sujeito a certas restrições, sendo permitidos investimentos em depósitos bancários, títulos de dívida, ações, títulos e derivativos. E sendo proibidos os investimentos em imóveis e metais preciosos. As proporções das carteiras dos fundos são obrigados a permanecer coerentes com as regras regulamentares. Os destinos de investimento aprovados para QDII incluem Hong Kong, Reino Unido, Estados Unidos, Singapura, Japão, Coreia do Sul, Luxemburgo, Alemanha, Canadá, Austrália e Malásia. É interessante notar que estas são na sua maioria economias de países avançados, e todas elas têm mercados financeiros bem desenvolvidos e de grande importância (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

Em segundo lugar, o esquema proposto de Investidores Individuais Domésticos Qualificados (QDII2), expandirá o esquema QDII de investidores institucionais para investidores particulares. O esquema foi lançado em junho de 2015, e será lançado em pelo menos seis cidades chinesas: Shanghai, Tianjin, Chongqing, Wuhan, Shenzhen e Wenzhou. No entanto, o quadro específico e o calendário do programa ainda não foram anunciados. Os relatórios de notícias indicam que o novo esquema piloto permitirá que os indivíduos com pelo menos ¥1 milhão (cerca de US\$160.000) em ativos para investir diretamente no exterior em títulos, ações e imóveis. Atualmente, o montante máximo de RMB que os indivíduos podem trocar por moeda estrangeira está sujeito a um limite anual de US\$50.000 por ano. Esta restrição não se aplicaria aos investidores ao abrigo da QDII2 (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

#### 4.4.1.2. Canais de Fluxos de Entrada (Inflows)

As restrições da China aos fluxos de capital são fortemente tendenciosas contra fluxos de capital de carteira de curto prazo e em favor do investimento direto estrangeiro (IED). A diáspora chinesa foi o primeiro investidor em ações a chegar, mas desde a adesão da China à Organização Mundial do Comércio (OMC) em 2001 tornou-se o maior receptor de fluxos para os países em desenvolvimento, recebendo mais de US\$ 60 bilhões anuais. Em 2006, o estoque interno total de IED era de quase US\$ 550 bilhões e mais de 50% das exportações chinesas de produtos de crescimento rápido eram produzidas por empresas de investimento estrangeiro. Inicialmente, os produtores estrangeiros eram obrigados a entrar em *joint ventures* com parceiros chineses. Estes empreendimentos permitiram aos parceiros locais aprender com os seus parceiros estrangeiros, mas nos últimos anos, à medida que aumentou o conhecimento das cadeias de fornecimento chinesas e das montadoras chinesas, foram permitidas entidades estrangeiras de propriedade total. Sendo assim, as autoridades chinesas desenvolveram os seguintes canais de entrada: 1) Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado (*“Qualified Foreign Institutional Investor”* ou QFIIs); e 2) Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado em RMB (*“RMB Qualified Foreign Institutional Investor”* ou RQFIIs).

Primeiramente, o sistema de Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado (QFII), introduzido em dezembro de 2002, permite que investidores institucionais estrangeiros qualificados convertam moeda estrangeira em RMB e invistam em ações cotadas nas bolsas de Shanghai e Shenzhen, bem como em outros produtos financeiros denominados em RMB aprovados pela China Comissão Reguladora de Valores Mobiliários (CSRC). O regime visa atrair investimentos de carteira externa de alta qualidade e estáveis (médio a longo prazo), ao mesmo tempo em que dissuade os influxos especulativos de curto prazo de capital estrangeiro. Um dos principais objetivos do regime é promover o desenvolvimento do mercado chinês de valores mobiliários (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

A CSRC e a SAFE regulamentam de ações sobre o QFII. A CSRC tem a responsabilidade de aprovar os pedidos de licença, e SAFE define a quota de investimento. CSRC e SAFE estabeleceram critérios de elegibilidade para requerentes QFII com o objetivo explícito de bloquear entradas de capital especulativo de curto prazo de capital estrangeiro e convidar investidores de longo prazo, como fundos de pensão, seguros, mútuos e de caridade que têm horizontes de investimento de longo prazo. Os investidores estrangeiros que solicitam o status de QFII são obrigadas a atender aos critérios mínimos de elegibilidade relacionados ao número de anos de operação, ao valor em dólares dos ativos totais sob gestão, à sólida situação financeira e à governança corporativa. Eles também precisam estar domiciliados em países com sistemas legais e regulatórios sólidos e cujos reguladores do mercado de valores mobiliários tenham firmado um memorando de entendimento para manter a cooperação regulatória com o CSRC (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

QFIIs são tipicamente instituições de gestão de fundos estrangeiros, companhias de seguros, companhias de valores mobiliários e outras instituições de gestão de ativos que foram concedidas uma licença pela CSRC e uma quota de investimento pela SAFE para investir no mercado financeiro da China. QFII critérios de elegibilidade relacionados com o número mínimo de anos de operação e o valor (em dólar) de ativos sob gestão (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

O QFII teve um início modesto, com apenas 12 licenças e uma quota que beirava US\$2 bilhões no primeiro ano. O programa entra em uma fase de expansão em 2008, pois a SAFE pretende liberalizar os investimentos estrangeiros em portfólio através do aumento agregado das cotas, aumento das quotas individuais e relaxamento dos critérios de elegibilidade. Porém, apesar da liberalização do QFII, ainda há muitas restrições sobre como as instituições participantes alocam seus ativos, com a finalidade de prevenir uma especulação pela apreciação do RMB. Em Março de 2016, os limites de cotas foram aumentados para US\$5 bilhões em proporção aos ativos sob gestão da instituição e as restrições sobre as repatriações de investimentos foram relaxados. Em Maio de 2016, o total de investimentos sob a quota do QFII foi contabilizando em US\$81 bilhões, sob cerca de 3000 instituições (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

Em segundo lugar, o programa de Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado em RMB (RQFII) lançado no final de 2011, em uma parceria conjunta da CSRC, SAFE e PBoC. A principal diferença entre os programas QFII e RQFIIs é que os RQFIIs podem usar o RMB *offshore* para investir diretamente nos mercados continentais. Em contrapartida, QFIIs devem primeiramente converter seus fundos em moeda estrangeira em RMB antes de comprar ações e títulos em mercados *onshore*. Assim, o esquema RQFII pode ser visto como uma resposta das autoridades governamentais chinesas para a expansão do pool de fundos *offshore* RMB (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

Este regime, tal como o QFII, exige que as instituições financeiras solicitem licenças da CSRC e quotas de investimento da SAFE e que submetam todos os materiais relevantes à PBC. As instituições aprovadas precisam abrir contas especiais do RMB separadamente para investimentos em mercados de câmbio, mercados de títulos interbancários e futuros de índices de ações em bancos nacionais de custódia. Além disso, as contas dos fundos próprios das instituições e dos fundos dos clientes devem ser separadas (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

Inicialmente, as filiais de instituições financeiras chinesas localizadas em Hong Kong eram elegíveis às licenças RQFII. E desde 2014, o programa foi expandido para bancos de Hong Kong e asset managements e em seguida para instituições financeiras localizadas em países como Reino Unido, Singapura, Coreia do Sul, França, Alemanha, Austrália, Canadá, Luxemburgo e Suíça. Em maio de 2015 foram contabilizados 165 instituições financeiras, incluindo instituições estrangeiras e filiais de instituições chinesas, garantindo uma quota total de US\$76 bilhões. Onde US\$41 bilhões pertencem à instituições localizadas em Hong Kong, sendo grande parte subsidiárias de bancos do mercado continental chinês (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

#### **4.4.2. Reforço do Sistema Financeiro Doméstico**

O apelo internacional dos títulos do RMB depende, em última instância, da estabilidade do sistema financeiro nacional, juntamente com outros atributos como o

desempenho macroeconómico global e o acesso à informação sobre emitentes empresariais (Prasad, 2016). Como parte de uma agenda mais ampla de reformas estruturais para a transição da China para um novo modelo de crescimento, as autoridades iniciaram reformas financeiras com o objetivo de obter preços mais baseados no mercado, melhor alinhamento dos riscos com retornos e maior eficiência da alocação de crédito.

Os principais elementos incluem: 1) Liberalização das taxas de juros; 2) A introdução de um programa de seguro de depósitos; 3) Medidas para fortalecer a gestão de liquidez; 4) Diretrizes para controlar o sistema bancário paralelo (*shadow banking*); e 5) Medidas para garantir a liberalização da taxa de câmbio do RMB.

#### *4.4.2.1. Liberalização das Taxas de Juros*

Ao longo da última década, o PBoC dismantelou gradualmente os controles sobre as configurações das taxas de juros dos bancos comerciais. A partir de 2012, os bancos comerciais receberam maior controle sobre os depósitos de preços por meio de uma faixa de flexibilidade cada vez mais ampla acima do *benchmark*. Até que em 2013, as taxas de juros foram totalmente liberalizadas. Em meados de 2015, permitiram-se que nove grandes bancos emitissem certificados de depósitos negociáveis para famílias e empresas não-financeiras à taxas de mercado, sujeitas a uma quota anual de equilíbrio alvo. Por fim, o PBoC anunciou que as taxas de depósito foram formalmente liberalizadas no final de 2015.

#### *4.4.2.2. Programa de Seguro de Depósitos*

Em meados de 2015, após uma série de debates, foi anunciado um programa nacional de seguro de depósitos. As diretrizes do programa abrangem todas as

instituições bancárias de depósitos, excluindo apenas os ramos dos bancos estrangeiros. O seguro cobre depósitos de até ¥500.000 (cerca de US\$80.600) por depositante por banco estão seguros, o que segundo dados do PBoC abrange 99,6% dos depositantes.

#### *4.4.2.3. Fortalecimento da Gestão de Liquidez*

A principal medida das autoridades macroeconômicas chinesas foi a introdução de uma média de reservas bancárias para facilitar a gestão da liquidez. A partir de setembro de 2015, o cumprimento das exigências de reservas baseia-se em taxas médias em um período de 10 dias. Além disso, os rácios de reservas dos bancos não podem cair mais de 1% abaixo das suas reservas obrigatórias numa base diária. Prasad (2016) afirma que como o período de média é relativamente curto, é improvável que esta medida tenha muito efeito imediato sobre o gerenciamento de liquidez, mas o período poderá ser alongado no futuro.

#### *4.4.2.4. Controle de Operações Bancárias Paralelas (Shadow Banking)*

De 2013 até agora, as autoridades tomaram medidas para reforçar a regulamentação e supervisão de empresas de valores mobiliários e de confiança, a atividade no mercado interbancário, a emissão de produtos de gestão de património de alto rendimento e os empréstimos a setores de alto risco da economia. Estas medidas parecem ter tido um impacto na composição do crédito, pois parte da intermediação que foi trazida de volta para os balanços bancários (e, portanto, sujeita a requisitos de capital e de aprovisionamento) aumentou significativamente nos últimos meses, - a atividade da balança de pagamentos desacelerou acentuadamente (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).



#### 4.4.2.5. Liberalização da Taxa de Câmbio do RMB

A taxa de câmbio do RMB historicamente anexada ao dólar em um regime “*dollar-peg*” e foi alvo de intervenções do PBoC. Porém conforme o tempo foi passando os controles foram sendo afrouxados até que em agosto de 2015, o PBoC modificou a fixação de RMB em uma tentativa de torná-la mais orientada para o mercado. O objetivo específico desta medida visava corrigir a discrepância entre a taxa de câmbio de referência (ou fixação diária ou paridade central) e a taxa de mercado à vista. Em dezembro de 2015, a PBoC anunciou que a taxa de câmbio do RMB será referenciada à uma cesta de moedas (dólar norte-americano, yen japonês, euro, e won sul-coreano) na tentativa de enfatizar a ligação de fato com o dólar dos EUA e introduzir maior flexibilidade nas taxas de câmbio bilaterais (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

#### 4.4.3. Melhorias na Infra-Estrutura de Pagamentos Transfronteiriços e Liquidez *Offshore*

Além da liberalização da conta de capital e reformas para reforçar a estabilidade macrofinanceira como medidas que apoiaram a crescente utilização internacional do RMB, também implementou-se um pacote centrado nos pagamentos transfronteiriços (ou *cross-border payments*). Desde 2003, o PBoC designou cerca de 20 bancos de compensação (ou *clearing banks*), que são ramos e filiais de bancos chineses, com o objetivo de promover serviços de liquidação em RMB. De 2003 até ao final de 2012, existiam apenas dois bancos de compensação offshore, localizados nas regiões administrativas de Hong Kong e Macau. Desde então, bancos de compensação foram abertos em grandes cidades e centros financeiros internacionais em todo o mundo, incluindo centros como Londres, e mais recentemente Nova York (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

Os bancos de compensação têm acesso à liquidez da moeda chinesa do PBoC ou através de suas sedes na China. Além disso, eles têm acesso ao mercado interbancário on-line de empréstimos e obrigações e ao mercado de câmbio. Dessa forma, fornecem liquidez aos mercados *offshore*, permitindo ao PBoC monitorar os fluxos de RMB (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

No final de 2015, foi lançado um novo sistema de pagamentos interbancários transfronteiriços em RMB, o chamado “*Cross-Border Interbank Payment System*” ou CIPS. Este veículo proporciona uma plataforma simplificada para a compensação e liquidação de pagamentos transfronteiriços de RMB e, eventualmente, também oferece acesso a participantes *offshore* e, assim, apoiará uma utilização internacional mais alargada da moeda (Nabar e Tovar 2017; Prasad, 2016).

#### **4.4.4. Linhas de Swaps Cambiais Bilaterais**

Outra medida importante foram as linhas de swaps bilaterais, que fornecem liquidez aos bancos centrais parceiros. Desde 2008, o PBoC assinou linhas de swap bilaterais com 32 bancos centrais estrangeiros, totalizando mais de ¥3 trilhões (conforme a Tabela 6). O PBoC observa que os propósitos de cada acordo bilateral de swap de moeda incluem a promoção do comércio bilateral e investimento direto para o desenvolvimento econômico de ambos países, apoiando a estabilidade do mercado financeiro nacional e outros propósitos acordados por ambas as partes. Embora o propósito da intervenção cambial não seja explicitamente incluído, uma contraparte pode converter o RMB em outras moedas no mercado *offshore* e usar os fundos para os fins que julgar apropriados. Os contratos de swap são efetivos por um período de três anos a partir da data de vigência do contrato e o período de saque/uso é de até 12 meses.

Tabela 6 - Acordos Bilaterais de Swap do PBoC com BCs e Autoridades Monetárias Estrangeiras

| <b>País</b>           | <b>Tamanho (Em Bi ₺)</b> | <b>Data de Início</b> | <b>Duração</b> |
|-----------------------|--------------------------|-----------------------|----------------|
| Total (32)            | 3,139                    |                       |                |
| Ásia (13)             | 1,678                    |                       |                |
| Uzbequistão           | 0.7                      | abril-11              | 3 anos         |
| Paquistão             | 10                       | dezembro-11           | 3 anos         |
| Singapura             | 300                      | março-13              | 3 anos         |
| Indonésia             | 100                      | outubro-13            | 3 anos         |
| Nova Zelândia         | 25                       | abril-14              | 3 anos         |
| Mongólia              | 15                       | agosto-14             | 3 anos         |
| Sri Lanka             | 10                       | setembro-14           | 3 anos         |
| Coreia do Sul         | 360                      | outubro-14            | 3 anos         |
| Hong Kong             | 400                      | novembro-14           | 3 anos         |
| Cazaquistão           | 7                        | dezembro-14           | 3 anos         |
| Tailândia             | 70                       | dezembro-14           | 3 anos         |
| Malásia               | 180                      | abril-15              | 3 anos         |
| Austrália             | 200                      | abril-15              | 3 anos         |
| Outros (19)           | 1,482                    |                       |                |
| United Arab Emirates  | 35                       | janeiro-12            | 3 anos         |
| Turkey                | 10                       | fevereiro-12          | 3 anos         |
| Brazil                | 190                      | março-13              | 3 anos         |
| United Kingdom        | 200                      | junho-13              | 3 anos         |
| Iceland               | 3.5                      | setembro-13           | 3 anos         |
| Albania               | 2                        | setembro-13           | 3 anos         |
| Hungary               | 10                       | setembro-13           | 3 anos         |
| European Central Bank | 350                      | outubro-13            | 3 anos         |
| Argentina             | 70                       | julho-14              | 3 anos         |
| Switzerland           | 150                      | julho-14              | 3 anos         |
| Russia                | 150                      | outubro-14            | 3 anos         |
| Qatar                 | 35                       | novembro-14           | 3 anos         |
| Canada                | 200                      | novembro-14           | 3 anos         |
| Suriname              | 1                        | março-15              | 3 anos         |
| Armenia               | 1                        | março-15              | 3 anos         |

|              |    |          |        |
|--------------|----|----------|--------|
| South Africa | 30 | abril-15 | 3 anos |
| Belarus      | 7  | maio-15  | 3 anos |
| Ukraine      | 15 | maio-15  | 3 anos |
| Chile        | 22 | maio-15  | 3 anos |

---

Fonte: People's Bank of China (PBoC). Elaborado do autor.

As linhas de swap bilaterais permitem que o RMB seja fornecido aos bancos dos países com quem a China negociou, e dessa maneira facilitar o financiamento do comércio. Os swaps também oferecem a liquidez necessária para conduzir a transação de produtos denominados em RMB com outros países, e assim reduzir aos poucos a denominação em dólar dessas operações. Os swaps também oferecem uma facilidade de liquidez de *backstop* para negociação em RMB *offshore*, o que garante a estabilidade dos mercados *offshore* de RMB (Zhitao; Wenjie; Cheung, 2016).

Na literatura, há alguns estudos que buscam descobrir os determinantes que levam a China realizar suas propostas de acordos de swaps. Entre os determinantes econômicos, há evidência empírica apontando uma grande significância estatística para fatores como o comércio exterior, o tamanho do PIB, e também fatores gravitacionais como a distância entre os bancos centrais. Já fatores como relações de IEDs e o regime macroeconômico (risco soberano, defaults e se o país é periférico ou avançado) possuem baixa significância estatística (Garcia-Herrero e Xia, 2015; Zhitao; Wenjie; Cheung, 2016).

Já um estudo sobre o lado da demanda para a internacionalização do renminbi realizado por Liao e McDowell (2015) mostra que os países cada vez mais dependentes da China como um parceiro comercial ou de investimento direto e aqueles países com acordos comerciais e de investimento preferenciais existentes são mais suscetíveis de assinar os acordos bilaterais de swap com o PBoC. Os autores afirmam que os países que assinam os acordos como uma espécie de complemento das parcerias de comércio e investimento, com objetivos de reduzir quaisquer barreiras, como riscos de liquidez e taxa de câmbio.

#### 4.4.5. Inclusão do Renminbi na Cesta dos Direitos Especiais de Saque (DES)

Os Direitos Especiais de Saque (DES) são um ativo de reserva criado em 1969 e definido de acordo com o Estatuto do FMI. Não é uma moeda, mas uma reivindicação potencial sobre as participações de moedas livremente utilizáveis de participantes no Departamento DES (atualmente todos os membros do FMI). Os DES são atribuídos pelo FMI a estes participantes de acordo com as suas quotas. As alocações não são direcionadas com base em necessidade ou qualquer outra consideração, mas visam complementar os ativos de reserva existentes. Essas características implicam que ela não é nem uma obrigação direta de uma única economia nem acumulada através de um excedente da balança de pagamentos.

Na Tabela 7 constam as mudanças nos critérios de inclusão das moedas na cesta do DES. O FMI decide inclui critérios financeiros como transações, responsabilidades bancárias e títulos em circulação e diminuiu o peso das reservas cambiais. Em Novembro de 2015, foi concluído pelos integrantes do Conselho Executivo do FMI que o renminbi atendia os critérios necessários para integrar a cesta de moeda do DES, a ser incluído com um peso de 10,92% ficando na frente do yen e da libra, e apenas atrás do dólar e do euro. E em Outubro de 2016 esse fato foi concretizado com o novo anúncio do Conselho. E assim, o renminbi junta-se ao grupo de moedas composto pelo dólar norte-americano, o euro, o yen japonês e a libra esterlina.

Tabela 7 - Mudanças na Composição da Cesta do DES

| <b>Cesta Direitos Especiais de Saque</b> | <b>Padrão de 2010</b>                      | <b>Padrão de 2015</b> |
|--|--|-----------------------|
| Fatores Determinantes                    | Exportações: 2/3<br>Reservas Cambiais: 1/3 | Exportações: 50%      |

|          |      |   |
|----------|------|---|
|          |      | Reservas Cambiais: 16,7%  |
|          |      | Transações: 16,7%   |
|          |      | Responsabilidade em Bancos Internacionais e Títulos Internacionais em Circulação: 16,7% |
| Dólar    | 41,9 | 41,73   |
| Euro     | 37,4 | 30,93   |
| Renminbi |      | 10,92   |
| Yen      | 9,4  | 8,33  |
| Libra    | 11,3 | 8,09  |

Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI). Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr15543.htm>). Elaborado pelo autor.

Esta decisão mostra que o Conselho do FMI considerou o renminbi uma moeda livremente utilizável, ou seja, utilizado por membros internacionais em transações internacionais e apoiado por mercados de câmbio ativo, proporcionando assim um certo grau de diversificação. No discurso da Diretora Executiva do FMI, Christine Lagarde, após a conclusão da revisão dos DES, ela afirma: "para incluir o RMB na cesta SDR é um marco importante na integração da economia chinesa no sistema financeiro global. É também um reconhecimento do progresso que as autoridades chinesas fizeram nos últimos anos na reforma dos sistemas monetário e financeiro da China. A continuação e o aprofundamento destes esforços trarão um sistema monetário e financeiro internacional

mais robusto, que por sua vez apoiará o crescimento e a estabilidade da China e da economia global” (FMI, 2015).

#### **4.4.6. Internacionalização do Renminbi e seus Impactos no Sistema Monetário Internacional e as Consequências para a China - Reflexões da Literatura**

Conforme mostrado no decorrer do trabalho, o renminbi ascendeu internacionalmente de uma maneira muito rápida. Portanto, faz-se necessário discutir e refletir os impactos no Sistema Monetário Internacional (SMI), bem como as consequências para a China. Entre as principais discussões presentes na literatura, avalia-se os argumentos que avaliam a possibilidade de um SMI multipolar com múltiplas moedas sendo utilizadas, com argumentos que buscam comprovar uma futura regionalização do renminbi em torno dos parceiros políticos e econômicos presente na Ásia. E avalia-se também impactos do uso internacional do renminbi para a própria China.

##### *4.4.6.1. O Renminbi Global, um Sistema Monetário Internacional Multipolar ?*

O crescimento do renminbi como uma moeda internacional pode de certa forma diminuir a utilização de outras moedas-chave do SMI, entre elas até mesmo o dólar, pelo menos ao exercer suas funções de unidade de conta e meio de pagamento ao intermediar o comércio e transações financeiras (Prasad, 2016). Porém, há algumas restrições no que tange a sua economia doméstica, o que pode limitar sua função reserva de valor, ou seja, como moeda de reserva (Prasad, 2016). O sistema político *sui generis* que a China possui acaba sendo um impeditivo para o status de *safe heaven* (que é a moeda de reserva utilizada pelos agentes econômicos em meio às crises), pois segundo Prasad (2016), ainda não há evidências que sugerem o declínio do dólar.

As políticas adotadas para a internacionalização do renminbi foram únicas, na medida em que a China adotou reformas graduais sobre suas contas de capital e demais tipos de reformas financeiras (Prasad, 2016). Porém isso não é o suficiente, dado o tamanho da economia chinesa, a projeção internacional do renminbi ainda é modesta. Cerca de 30% do comércio exterior é denominado e faturado em renminbi, conforme dados do PBoC. O renminbi ainda é a quinta maior moeda utilizada em pagamentos internacionais, totalizando cerca de 3% das operações de comércio e transações financeiras, conforme a SWIFT.

A inclusão do renminbi na cesta dos Direitos Especiais de Saque (DES) do Fundo Monetário Internacional foi uma importante conquista simbólica para a ascensão do renminbi (Prasad, 2016). Essa conquista pode aumentar o uso do renminbi em portfólios de reservas cambiais de bancos centrais pelo mundo, e para Prasad (2016), a inclusão representa uma oportunidade para a alavancagem de futuras políticas econômicas, como por exemplo, os acordos de comércio e investimento, e até abertura econômica.

Sob uma ótica mais empírica, Eichengreen e Lombardi (2017) analisaram qual é a moeda de referência (dólar, euro e renminbi) dos países selecionados dentro de uma amostra dos seguintes continentes: Ásia, Europa, Oriente Médio e África, América do Norte e América do Sul. O método utilizado pelos autores foi a análise de regressão de Frankel e Wei (2008), que classifica a moeda dominante com base maior efeito sobre a taxa de câmbio dos países considerados.

Os resultados obtidos pelos autores, indicaram o dólar como moeda de referência dominante para muitos países nas Américas, Ásia, Europa e Oriente Médio. Em seguida, o euro tende a ser a moeda de referência dominante, principalmente para os países europeus. E o renminbi é a segunda moeda de referência mais dominante na Ásia, e em particular para as economias da ASEAN. O estudo dos autores também mostraram que o renminbi também tem um efeito significativo em vários países da América do Sul e um efeito estatisticamente significativo em vários países europeus também. O renminbi tende a ser importante para os membros do BRICS (Brasil, Rússia, Índia e África do Sul), bem como para outros países como Israel, México e Peru (Eichengreen e Lombardi, 2017).



Porém, os próprios autores assumem que a estimação leva em conta apenas o peso de aspectos como comércio exterior, taxas de câmbio, choques inflacionários e financeiros entre os países da amostra e o país/região da moeda emissora (Eichengreen e Lombardi, 2017). Fatores institucionais devem ser levados em consideração, como por exemplo, a utilização de bancos estatais e bancos de investimento multilaterais para a promover os empréstimos e liquidações da moeda chinesa.

Alguns exemplos de bancos estatais são a utilização do China Development Bank (CDB) e do Export-Import Bank of China (CHEXIM), que concedem empréstimos para países em renminbi, e assim financiar importações e contratar serviços de construtoras chinesas. Parte significativa dos empréstimos dos bancos estaduais são para países asiáticos, porém países e empresas fora da região, como o governo da Venezuela, e para pequenas e médias empresas de países africanos (Eichengreen e Lombardi, 2017).

Uma importante instituição multilateral que a China tem participado ativamente e com grande liderança é o Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB), que realiza investimentos em infraestrutura na região da Ásia-Pacífico, e assim cria negócios para as construtoras chinesas. A adesão ao banco é global, e não regional, com 57 sócios, incluindo 24 países na Ásia, 20 na Europa e 9 no Oriente Médio. Esses países contribuem com capital para o banco, e suas empresas de construção e consultores estarão concorrendo por negócios (Eichengreen e Lombardi, 2017). Porém, outras bases institucionais são importantes para consolidar-se o uso global mais amplo do renminbi.

Primeiramente, os acordos bilaterais de swap entre o PBoC e bancos centrais e autoridades monetárias de outros países incluem 13 nações asiáticas, 11 nações europeias e demais nações do resto do mundo (ver Tabela). O Banco Central Europeu representa o segundo maior swap, e conforme argumentado em alguns trabalhos empíricos, isso reflete o fato de ser um dos maiores mercados de exportação da China (Garcia-Herrero e Xia, 2015; Zhitao; Wenjie; Cheung, 2016). Essa medida é importante para a manutenção da liquidez na moeda chinesa em operações comerciais e financeiras (Zhitao; Wenjie; Cheung, 2016).

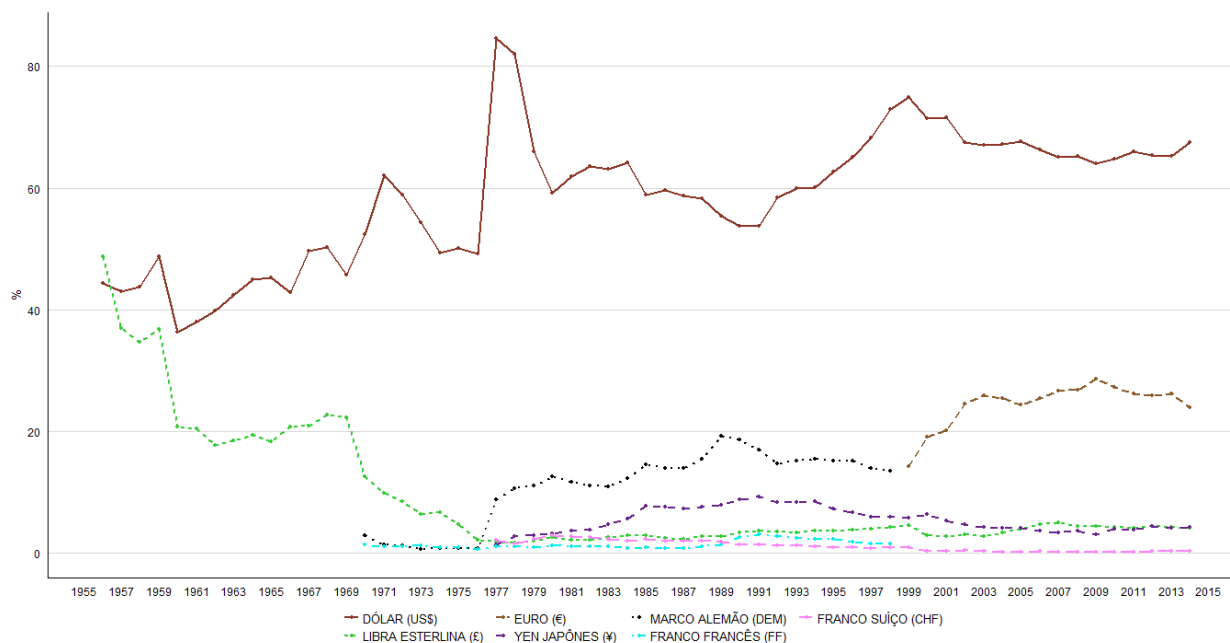
Em segundo lugar, os bancos de compensação foram abertos em grandes cidades e centros financeiros internacionais em todo o mundo, incluindo centros como Londres, e mais recentemente Nova York. Esses bancos têm acesso à liquidez da moeda chinesa do PBoC ou através de suas sedes na China e através de produtos denominados em renminbi, conseguem fornecer liquidez em mercados *offshore* (Eichengreen e Lombardi, 2017).

E finalmente, o programa Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado em RMB (*“RMB Qualified Foreign Institutional Investor”* ou RQFII) permite que investidores qualificados utilizem o renminbi *offshore* para investir diretamente nos mercados continentais (Eichengreen e Lombardi, 2017).

Por fim, no que diz respeito às características atuais do SMI, Cintra e Martins (2013) afirmam que o sistema atual baseado no padrão dólar flexível tende a permanecer. O epicentro da Crise de 2008 foi caracterizado pelo boom dos preços de ativos e crédito insustentável (Borio e Disyatat, 2011). E após sua eclosão e propagação, a aversão ao risco dos investidores aumenta, e estes migram seus recursos de “ativos tóxicos” para títulos do Tesouro Norte-Americano, ou seja, no final ocorre uma fuga para o dólar (Borio e Disyatat, 2011; Cintra e Martins, 2013). A queda dos juros do EUA em momentos de crise facilita a gestão macroeconômica realizada pelo Federal Reserve. E para Cintra e Martins (2013), essa assimetria de poder garante total condição do dólar continuar sendo a principal moeda-chave do sistema. Ou segundo Prasad (2016), esse é o status “*safe heaven*” do dólar.

A Figura 18 abaixo mostra a dominância do dólar como moeda de reserva cambial frente às demais moedas-chave do SMI. Desde a década de 1950 até atualmente o dólar fez parte de mais de 40% das reservas oficiais pelo mundo, com seu pico em 1978, ultrapassando os 80%. A inércia do dólar ao longo de todos esses anos releva o desafio que é o renminbi ultrapassar o dólar. O que foi um fato que o marco alemão, yen japonês e o euro não conseguiram (Eichengreen, 2011).

Figura 18 - Participação das Moedas na Composição das Reservas Cambiais - Em % (1956 - 2014)



Fonte: Anexos do IMF Annual Report. Várias edições (1970, 1977, 1983, 1985, 1990, 1997, 2000, 2005 e 2015). Elaborado pelo autor.

Obs1: Sobre a construção do *dataset* ver o passo a passo de Eichengreen; Chitu; Mehl (2015).

O abismo que ainda existe entre a China e os EUA na disponibilidade de ativos seguros e líquidos, como títulos do governo. A profundidade, largura e liquidez dos mercados financeiros dos EUA são um mecanismo de defesa contra ameaças a seu status dominante (Prasad e Ye, 2012). Para os autores, invés de alcançar os Estados Unidos ao acumular dívidas, o desafio para a China é desenvolver seu mercado financeiro doméstico e promover outros mercados financeiros *offshore* e aumentar a disponibilidade de ativos renminbi de alta qualidade.

#### *4.4.6.2. O Renminbi Regionalmente, uma Moeda Asiática ?*

Conforme mencionada anteriormente, apesar do rápido crescimento internacional do renminbi, o dólar ainda é moeda-chave do atual SMI. Esse fato reflete as vantagens econômicas e políticas por trás do dólar (Cintra e Martins, 2013; Eichengreen e Lombardi, 2017). Primeiro, a liderança econômica dos EUA, marcado pelos estreitos laços comerciais e financeiros de outros países com a economia norte-americana (laços maiores do que os da China com as taxas de câmbio do mercado); segundo, a profundidade e a liquidez dos mercados financeiros dos EUA, terceiro, alavancagem geopolítica e militar americana (Cintra e Martins, 2013; Eichengreen, 2011; Eichengreen e Lombardi, 2017).

As evidências até então sugerem um forte viés do renminbi como uma moeda veicular em operações de comércio exterior realizadas no território asiático. Eichengreen e Lombardi (2017) sustentam esse fato apontando para os déficits comerciais da China com os demais países asiáticos (a China mantém superávits comerciais com países da América do Norte e Europa), permitindo que estes países acumulem as reservas denominadas em renminbi necessárias para operar um sistema baseado na moeda chinesa (Chey, 2013).

A parceria comercial entre a China e os demais países asiáticos é um fator inercial que suporta o estabelecimento da moeda chinesa como uma moeda veicular asiática. Existe uma grande elasticidade entre as importações da China dos demais países asiáticos com o PIB chinês (Li; Li; Ding, 2004). Em 2014, Hong Kong, Japão, Coreia do Sul, Índia e os membros da ASEAN contabilizam 38% do total das importações, sendo que o total asiático contabiliza 55% do total das importações (Eichengreen e Lombardi, 2017).

A elasticidade pode ser explicada pelo fator custo de transporte<sup>7</sup>, que aumenta conforme a distância entre os países, diferenças do preço de um mesmo insumo em países diferentes, e impeditivos naturais (portos, transporte marítimo, montanhas, etc). Outros fatores adicionais são custos de segurança, tempo no trânsito e custos de distribuição. Mas nada disso muda o fato de que os países asiáticos, e, em particular, aqueles que fazem fronteira com o Mar da China Meridional, são parceiros comerciais naturais (Eichengreen e Lombardi, 2017).

A dotação de recursos naturais é outro fator importante para determinar as relações comerciais. Por exemplo, a China é pobremente dotada em certos recursos naturais em comparação com alguns de seus vizinhos asiáticos: possui pouco em termos de combustíveis fósseis limpos em comparação com a Malásia, e é o maior importador de petróleo do mundo; sua força de trabalho atingiu o pico em 2010, e, como resultado, o trabalho não qualificado está se tornando cada vez mais escasso em relação à Indonésia, Índia e Bangladesh (Eichengreen e Lombardi, 2017). Conforme mostrado no capítulo 3, a China exporta bens que incorporam mão de obra qualificada e semi-qualificada e bens de capital e realiza a importação de bens intensivos em matérias-primas, energia e mão-de-obra não qualificada. O comércio entre as economias asiáticas em questão tem crescido mais rapidamente do que o comércio global, e mais rapidamente do que o comércio global realizado com a China (Eichengreen e Lombardi, 2017).

Outra dimensão é o comércio intra-indústria, pois com o desenvolvimento de cadeias globais de valor<sup>8</sup>, os diferentes países especializam-se em diferentes estágios do processo de produção de maneira verticalizada. Isso implica na produção de diferentes componentes do produto final. No caso chinês, é notável sua participação na indústria de bens de consumo eletrônicos, importando semicondutores de países como Japão, Coreia do Sul e Taiwan. E sob o lado da demanda, os demais países asiáticos com um nível de renda mais elevado importam esses bens finais. Consequentemente, é provável que o comércio intra-indústria entre a China e outros países asiáticos aumente

---

<sup>7</sup> Para uma literatura teórica sobre custos de transportes, ver: Anderson e van Wincoop (2004); Abe e Wilson (2009); e Feenstra (1998).

<sup>8</sup> Para uma literatura teórica sobre cadeias globais de valor, ver: Gereffi; Humphrey; Sturgeon (2005).

ainda mais, o que proporcionará uma dinâmica consistente para o comércio intra-indústria e para o uso do renminbi para transações transfronteiriças na região (Eichengreen e Lombardi, 2017).

As iniciativas políticas de Beijing com os demais países asiáticos também são um fator importante para determinar a consolidação de uma moeda regional. A Iniciativa Chinesa da Rota da Seda (em inglês “*China’s Silk Road Initiative*”) foi planejada com o objetivo de promover a integração comercial asiática, também chamada de “Iniciativa de Cinturão e Estrada” (em inglês “*Belt and Road Initiative*”). O plano prevê uma maior conectividade dentro e fora da Ásia, com a Europa e África através da terra e rotas marítimas, embora pareça estar centrada na Ásia Central e Sudeste Asiático. Apesar do foco nos transportes e em outras formas de infraestruturas físicas, a Iniciativa da Rota da Seda também abrange objetivos como: a facilitação do comércio, a cooperação financeira e o intercâmbio cultural. Na medida em que atinge seu objetivo de reduzir os custos de transporte, barreiras culturais e outros obstáculos, a iniciativa tem o potencial de aumentar a interação financeira com a China, e assim aumentar a atratividade do renminbi com os demais países asiáticos (Cintra e Pinto, 2016; Eichengreen e Lombardi, 2017; Prasad, 2016).

A agenda regular de acordos da China também conta com parcerias bilaterais de comércio e investimento com os países membros da ASEAN. Outra iniciativa nesse aspecto também foi a criação de um programa de integração financeira, como a *Asian Bond Market Initiative* (ABMI) que iniciou-se após a Crise Asiática em 1997-98. O objetivo da ABMI é promover o crescimento e a integração dos mercados regionais de garantia da dívida e dos mercados de títulos de dívida em moeda local, em particular, compartilhando informações sobre as melhores práticas padrões e aplicando pressão para sua adoção. Na medida em que há essa padronização, existe a possibilidade de padronizar-se uma moeda local específica, a moeda em questão será plausivelmente a do maior país emissor: a China (Cintra e Pinto, 2016; Eichengreen e Lombardi, 2017).

A China também é um grande incentivador, juntamente com o Japão, da Iniciativa Chiang (em inglês “*Chiang Mai Initiative Multilateralization*” ou CMIM). Através da CMIM, os países da ASEAN+3 concordaram em alargar as linhas de swap e créditos entre si.

Para Eichengreen e Lombardi (2017), isso representa um reforço para as redes de swaps que a China construiu. Sendo assim, a CMIM é uma plataforma para alavancar o renminbi nos países da ASEAN+3.

Por fim, o uso do renminbi pelos bancos comerciais e pelas empresas da região deve encorajar os bancos centrais asiáticos a manterem mais renminbi em suas carteiras de reserva, permitindo-lhes estabilizar a taxa de câmbio entre a moeda local e o renminbi, e assim atuar como credor de última instância (em inglês, “*lender of last resort*”) em renminbi para os bancos e as empresas em questão (Eichengreen e Lombardi, 2017). Mas conforme argumentado, a possibilidade desse fato ocorrer depende de toda uma alavancagem política e econômica para suportar o uso internacional do renminbi. Do ponto de vista político, a projeção de poder chinesa sobre os demais países do Mar do Sul da China e no resto da Ásia é totalmente plausível. Enquanto que economicamente, a China é o principal parceiro comercial e financeiro de grande parte das nações asiáticas. E os países asiáticos participam de acordos e iniciativas com a China com a finalidade de promover suas relações econômicas e políticas. E assim, todos esses fatos suportam o argumento de que a China têm grandes condições de estabelecer uma moeda regional (Cintra e Pinto, 2016; Eichengreen e Lombardi, 2017).

#### *4.4.6.3. Consequências da Internacionalização do Renminbi para a China*

Além das consequências anteriores que impactam o SMI, o processo de internacionalização também traria consequências para a própria China. Muitos desses argumentos complementam a análise dos determinantes por trás do uso internacional da moeda, porque estes determinantes acabam por expor virtudes e deficiências econômicas e políticas da China.

A implicação doméstica mais importante da internacionalização da moeda podem ser as reformas associadas no modelo crescimento chinês. Para Huang; Wang; Fang (2015) tais reformas se assemelham com as implementadas após a adesão da China na

OMC. Os autores afirmam que a internacionalização do renminbi pode servir como um catalisador de mudanças nesse novo contexto.

O “12º Plano de 5 Anos” elaborado em 2012 e colocou como prioridade as mudanças mencionadas anteriormente. Colocando pontos que pretendem mudar o antigo regime de crescimento do país focado em investimento e exportações para um regime voltado para o crescimento via consumo privado. Porém, alguns estudos apontam o perigo que existe nesse momento de transição de regimes, em especial o perigo da China tornar-se uma armadilha de renda média<sup>9</sup> (em inglês, “*middle income trap*”), em especial o trabalho do World Bank, que aponta para a necessidade de medidas que vão desde o enfraquecimento da adesão das empresas estatais ao aumento da taxa de câmbio e da flexibilização das taxas de juros (WBG e DRC, 2012).

Com a chegada de Li Keqiang como primeiro-ministro, a internacionalização do renminbi tende a se reforçar, pois as mudanças econômicas irão seguir os seguintes caminho de cunho mais liberal, segundo Huang; Wang; Fang (2015): 1) Alterar o comportamento do governo local no envolvimento direto na provisão de bens públicos; 2) Reestruturar as empresas estatais para reduzir o poder de monopólio e o apoio implícito do governo; 3) Liberalizar o fatores de produção como trabalho e capital aos mercados.

O forte crescimento econômico chinês dos últimos 30-40 anos possui graves desequilíbrios estruturais. Os mercados apresentam distorções nos fatores de produção, como capital e trabalho. Em geral, tais distorções reduziam os custos do trabalho, da terra, da energia, do capital e da água. E havia, subsídios aos produtores, investidores e exportadores. E esse mecanismo redistribuiu a renda das famílias para as empresas foi uma razão principal pelo qual o crescimento econômico foi invulgarmente forte, mas a estrutura econômica tornou-se cada vez mais desequilibrada (Huang; Wang; Fang, 2015; Song; Storesletten; Zilibotti, 2011; Vermeiren, 2014).

E dentro desse novo contexto de transição de modelo de crescimento, há pequenos indicadores de algumas mudanças ocorrendo. Entre elas a redução da superávit em

---

<sup>9</sup> “Armadilha da renda média” é a situação em que os países elevam seus níveis de renda média e posteriormente estagnar e não conseguem crescer a níveis avançados de países



conta corrente, de 9,12% do PIB para 2,31% do PIB; aumento do consumo das famílias na demanda agregada; e melhora no Coeficiente de Gini (Huang; Wang; Fang, 2015).

Mas as mudanças que a internacionalização do renminbi se apoia também trazem seus riscos. Transições econômicas prematuras tendem a expor fragilidades, em especial aquelas ligadas à liberalização das contas de capital (Huang; Wang; Fang, 2015). Os autores relembram as crises dos anos 1980 e 1990 que ocorreram devido à choques decorrentes da liberalização financeira. Entre os riscos que a China possui se destacam a alta relação do agregado monetário M2/PIB que beira os 200% e a série de bolhas financeiras, em especial no mercado imobiliário (Huang; Wang; Fang, 2015).

O caso da China é um caso *sui generis* pois trata-se de um país ainda em desenvolvimento com grandes desequilíbrios e contradições em seu modelo de crescimento econômico (Huang; Wang; Fang, 2015).

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O presente trabalho se debruçou sobre questões que envolvem a internacionalização da moeda chinesa, o renminbi. A China atualmente encontra-se em uma posição de destaque internacional, que foi adquirida após uma série de eventos econômicos e políticos particulares. O conjunto de fatores criou um acúmulo de capacidades econômicas (potencial de crescimento e incorporação tecnológica) e políticas (potencial de ampliação de poder em processos decisórios internacionais) como: uma das maiores taxas de crescimento do PIB do planeta; maior pólo industrial do planeta; liderança do comércio internacional; maiores reservas cambiais; aumento do reconhecimento internacional de Beijing; maior participação chinesa em fóruns internacionais; criação de fóruns internacionais sob a própria liderança. E sendo assim, esses fatores motivaram suas autoridades à perseguir o uso internacional do renminbi no Sistema Monetário Internacional (SMI).

Essa sessão irá refletir e colocar algumas considerações finais sobre o que foi desenvolvido nos capítulos da monografia, que visaram responder o objetivo geral do trabalho e os objetivos específicos da monografia. Sendo que estes foram delineados com base na metodologia adotada para a realização do trabalho, bem como à partir da análise das referências bibliográficas e das evidências disponíveis.

O objetivo geral da monografia é investigar o processo de internacionalização do renminbi, mostrando como a ascensão internacional chinesa pode influenciar o status do renminbi internacionalmente, ou seja, desempenhando suas funções de meio de troca, unidade de conta e meio de reserva para agentes públicos e privados. O objetivo geral é desdobrado em objetivos específicos, com a finalidade de operacionalizar a pesquisa: 1) O primeiro objetivo específico é analisar os determinantes por trás do uso do renminbi internacionalmente: através da análise do processo de ascensão internacional da China; e assim analisar as evidências disponíveis sobre os determinantes de uso internacional

do renminbi. 2) O segundo é analisar quais as políticas adotadas para promover o renminbi internacionalmente: mapeando as políticas nas esferas comercial e financeira de uso da moeda internacional; analisar as evidências disponíveis sobre o uso internacional do renminbi; e por fim discutir as consequências do renminbi para o SMI e para a própria China.

Um dos pressupostos teóricos do trabalho é definição do que é uma moeda internacional, e define-se como aquela com a propriedade de exercer suas funções (meio de troca, unidade de conta e reserva de valor) além de seu território emissor. E entende-se por internacionalização de moedas “a ação pública empreendida para alterar favoravelmente as percepções das funções da moeda nacional por agentes não residentes”.

O processo de internacionalização da moeda está ligado à uma economia política internacional, no que diz respeito à dinâmica da inserção externa da China no sistema mundo, sob o comando da nação hegemônica rival, os EUA, e seu padrão monetário “dólar-flexível”. Que decorre de um momento de aumento do volume e da densidade dinâmica do sistema, o que implica em uma maior competição entre os países, com tensões que intensificação da competição interestatal e interempresarial, os conflitos sociais e uma emergência de novas configurações de poder.

No Capítulo 3, procurou-se responder ao primeiro objetivo específico do trabalho. Que é avaliar os determinantes por trás do uso internacional do renminbi, que são: 1) Tamanho da Economia Nacional e Integração com a Economia Mundial; 2) Tamanho e Desenvolvimento dos Mercados Financeiros; 3) “Responsabilidade” Macroeconômica e Valor Estável da Moeda; e 4) Poder Geopolítico.

O primeiro determinante é o “Tamanho da Economia Nacional e Integração com a Economia Mundial”. As moedas internacionais são comumente associadas com as grandes economias, competitivas, com grandes redes de comércio e fortes vínculos financeiros. Pois economias largas reforçam as economias de escala e escopo, que podem determinar a rede de atores que irá utilizar a moeda e também os custos de transação ao usar a moeda, conforme o volume negociado. Do ponto de vista

macroeconômico a China apresenta uma das maiores economias do planeta, sendo a terceira maior em PIB corrente, a maior em PIB em PPC e possui a maior população do planeta. Analisando os componentes macroeconômicos do PIB, percebe-se que de 1997-2014, há um crescimento acelerado das exportações líquidas e da formação de capital em 2005-2007. E com o advento da Crise de 2008, o programa de estímulo fiscal eleva a formação de capital em 2008-2009. Na virada da década, nota-se que o componente do consumo apresenta um crescimento significativo, o que é um sinal de mudança no modelo de crescimento. Já a composição setorial do crescimento chinês mostra que a realocação dos fatores de produção entre os setores manufatureiros foi notável em um contexto de privatizações e desmanche de empresas coletivas e estatais. E no atual modelo de crescimento, percebe-se que as empresas privadas, estrangeiras e estatais diferem-se no que diz respeito à lucratividade e formas de financiamento. As empresas privadas e estrangeiras gozam de menos acesso ao crédito e financiamento do que as estatais, e são mais lucrativas ao ver os dados de lucros sobre ativos. E a integração com a economia mundial chinesa cresceu conforme a estratégia de desenvolvimento orientada pela exportação de bens manufaturados. Isso atraiu IEDs para o país e projetou sua imagem internacional, fazendo o país ser membro da OMC em 2001. Dessa maneira a China projetou suas relações econômicas com os demais países, gerando muitos acordos bilaterais de comércio e deslocou empresas multinacionais para a região. De 2001 até 2007 isso implicou no crescimento das exportações chinesas. O país aparece como um exportador de produtos manufaturados intensivos em trabalho e componentes, e como um grande importador de bens de capital, produtos primários e partes semi-inacabadas.

O segundo determinante é “Tamanho e Desenvolvimento dos Mercados Financeiros”. Geralmente associam as moedas internacionais com mercados amplos, profundos e denominados na moeda. A amplitude de um mercado financeiro está ligada à variedade de instrumentos financeiros disponibilizados e denominados na moeda. O que pode maximizar os ganhos e diminuir os riscos inerentes a cada operação, atraindo investidores para essa moeda. A profundidade refere-se ao volume de transações que ocorre nesse mercado, o que garante a liquidez necessária e garante maior segurança. O sistema bancário chinês compõe a maior parte do sistema financeiro chinês. Sendo

que os grandes bancos estatais chineses dominam o mercado, seguidos dos bancos comerciais de capital misto, dos policy banks e dos bancos de desenvolvimento, dos bancos das cidades e rurais e por últimos dos bancos estrangeiros. O mercado de títulos chinês apresentou um grande crescimento ao decorrer dos últimos anos. O mercado de interbancário é composto por bancos, *trusts*, fundos de investimento e companhias de seguros que buscam operações de retornos elevados. E entre os principais emissores de títulos, destacam-se grandes empresas e entidades do setor público, como estatais e municípios. Dado o crescimento desse mercado, os índices de inadimplência se elevaram, apesar das raras declarações de falências. O mercado de ações chinês é composto por duas bolsas: Shanghai (SHSE) e Shenzhen (SZSE). Ambas apresentaram um enorme crescimento, de forma a colocá-las entre as principais do mundo, tanto em capitalização e volume de negociação. Porém ambas são altamente especulativas e voltadas para investidores externos. Destacam-se uma ampla gama de companhias listadas, mas a capitalização do mercado é marcada pelos grandes grupos nacionais. O “*shadow banking system*” na China é um sistema bancário paralelo que se desenvolveu através de canais fora do circuito formal. Algumas explicações sugerem que os agentes da economia buscam soluções alternativas de financiamento e alavancagem em meio uma política restritiva dos grandes bancos, ou de até eventuais efeitos de uma política monetária apertada.

O terceiro determinante é a “‘Responsabilidade Macroeconômica’ e Valor Estável da Moeda”. Pois a confiança é um fator crucial para estabelecer uma reserva de valor internacional. O valor estável da mesma confere a garantia do valor e sua usabilidade futura. Nos últimos anos a China apresentou um histórico de inflação baixa, e crescendo abaixo do crescimento do PIB, que é atingida através de políticas monetária e fiscal. A política monetária chinesa tem os objetivos de crescimento (emprego), estabilidade de preços e estabilidade cambial. Além do ajuste estrutural via demanda agregada (consumo, investimento, gastos do governo, etc). E os instrumentos que atingem estes objetivos são a base monetária e o multiplicador monetário. A política monetária também utiliza os agregados monetários para atingir o crescimento do PIB, utilizando um canal de empréstimos/créditos para indústrias pesadas. Já a política fiscal tem um papel muito importante no crescimento do PIB chinês, pois concentraram-se na construção de

infraestrutura, na reforma das empresas estatais, no desenvolvimento do sistema de segurança social, na ciência e tecnologia, na educação, na agricultura e no desenvolvimento das regiões ocidentais. E a relação dívida/PIB se manteve sustentável, o que abriu espaços para políticas expansionistas.

O quarto determinante é o “Poder Geopolítico”. Que é a capacidade de um país exercer suas preferências sobre os outros países. O poder é um fator central para a determinar as moedas dominantes no cenário internacional, pois pode deter os demais países ligados ao seu modo de inserção no capitalismo mundial. A participação da China em instituições multilaterais como o FMI e o World Bank é mediana, pois assume o pódio em alguns fóruns e assume posições medianas ou baixas em outros. Nesses ambientes os EUA possuem total autonomia, além do poder de veto. E sob o ponto de vista militar, a China aparece no top 3 dentro dos rankings de tamanho de exército (soldados, armas e veículos), porém nações como Rússia e os EUA ainda lideram esses rankings. Já as ações tomadas pela China durante seu período de transição internacional incluem promover e financiar estruturas paralelas, através de vínculos de longo prazo para ampliar o investimento e comércio chinês nos países em desenvolvimento, expansão de mecanismos de cooperação para a segurança regional e utilização maior de fóruns multilaterais e bilaterais para finalidades diplomáticas.

No Capítulo 4, procurou-se responder o segundo objetivo específico do trabalho. Analisando quais as políticas adotadas para promover o renminbi internacionalmente: mapeando as políticas nas esferas comercial e financeira de uso da moeda internacional. E olhando para as evidências disponíveis sobre o uso internacional do renminbi, e por fim discutindo as consequências do renminbi para o SMI e para a própria China.

As autoridades chinesas de uns anos pra cá vem adotando uma série de medidas para que o renminbi desempenhe suas funções internacionalmente. Entende-se que a gama de políticas da estratégia adotada pelas autoridades chinesas é correta do ponto de vista político e econômico. Os grandes avanços da internacionalização na última década concentraram-se na função meio de pagamento de sua moeda, ao ser utilizado na liquidação do comércio transfronteiriço e em transações de IEDs. Outro destaque é o papel de Hong Kong e seu mercado *offshore* que fornece liquidez em renminbi e serve

como um “laboratório de experimentos” financeiros da China, visto que é uma ponte para o restante do mundo.

Apesar do apoio à internacionalização do renminbi através de amplas reformas, cujo foco é trazer um crescimento sustentável para a China, ainda há muitos avanços à serem feitos no que concerne a transição de seu modelo de crescimento. Em especial no que tange a mudança de um regime focado em investimentos e exportações para um regime sustentado pelo consumo privado, bem como o fortalecimento de seu mercado financeiro doméstico através de políticas liberalizantes sob as contas de capital. Essas restrições podem limitar sua função reserva de valor, ou seja, como moeda de reserva internacional.

Assim, uma internacionalização mais significativa ainda é uma alternativa de longo prazo, ao menos considerando o sistema mundial. A China parece ter avançado pouco no caminho financeiro para que sua moeda ganhe destaque nesse sentido. O caminho comercial parece mais promissor. Em especial no território asiático, onde o renminbi tem potencial para tornar-se uma moeda de referência, devido aos fortes vínculos comerciais e financeiros de longa data com a região.

Mas para ser cumprido o objetivo proposto, medidas terão que continuar sendo adotadas nos próximos anos. De tal forma que a internacionalização da moeda chinesa depende de como está se mantêm compatível ao modelo de crescimento que suas autoridades estão tentando implementar. Essa trajetória oferece riscos, como os desequilíbrios que já ocorreram durante os anos 1980 e 1990 decorrentes de uma forte liberalização financeira.

O padrão “dólar flexível” ainda tende a durar, pois o país fornece um mercado financeiro profundo, longo e líquido que é totalmente assimétrico aos demais, onde sua moeda é o “*safe heaven*”. E assim, a monografia chega a conclusão de que por enquanto, apesar dos avanços no curto prazo, a moeda chinesa permanece escassa para os agentes externos, e é extremamente inconvertível. No longo prazo o sucesso na região asiática pode tornar-se realidade. No futuro novas evidências empíricas e a consolidação de fatos políticos no SMI poderão confirmar esta realidade, ou não.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABE, Kazutomo; WILSON, John. **Weathering the Storm: Investing in Port Infrastructure to Lower Transport Costs in East Asia**. World Bank Policy Research Working Paper No. 4911. Washington, DC: World Bank, 2009.

ACIOLY, Luciana. **China: Uma Inserção Externa Diferenciada**. Economia Política, 2005.

AGLIETTA, Michel; DEUSY-FOURNIER, P. **Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire**. Économie internationale, n. 59, 3e trimestre 1994.

ALLEN, Franklin; QIAN, Jun; QIAN, Meijun. China's Financial System: Past, Present, and Future. BRANDT, Loren; RAWSKI, Thomas G. (Ed.). **China's Great Economic Transformation**. Cambridge University Press, pág. 683-728, 2008.

ALLEN, Franklin; QIAN, Jun; QIAN, Meijun. **Law, Finance, and Economic Growth in China**. Journal of financial economics, v. 77, n. 1, p. 57-116, 2005.

AMIN, Samir. **O Futuro do Maoísmo**. Vertice, 1986.

ANDERSON, James; VAN WINCOOP, Eric. **Trade Costs**. Journal of Economic Literature, v. 42, n. 3, p. 691-751, 2004.

ANDRADE, Luíza; CUNHA, André. **A Diplomacia do Iuane: Breves Comentários sobre a Internacionalização Financeira da China (Parte I – Aspectos Teóricos)**. ECONOMIA & TECNOLOGIA, 2010.

ARRIGHI, Giovanni. **O Longo Século XX: Dinheiro, Poder e as Origens de Nosso Tempo**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996.

ARRIGHI, Giovanni; SILVER, Beverly. **Chaos and Governance in the Modern World System**. University of Minnesota Press, 1999.

BEESON, Mark; LI, Fujian. **What consensus? Geopolitics and Policy Paradigms in China and the United States**. International Affairs, v. 91, n. 1, p. 93-109, 2015.

BIJIAN, Zheng. **China's Peaceful Rise to Great Power Status**. Foreign Affairs, New York, Council of Foreign Relations, v. 84, n. 5, 2005.

BORIO, Claudio; DISYATAT, Piti. **Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link ?**. BIS Working Papers, Nº 341, 2011.

BORST, Nicholas. **China Shadow Banking Primer**. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2011.

BRANDT, Loren; HSIEH, Chang-Tai; ZHU, Xiaodong. Growth and Structural Transformation in China. BRANDT, Loren; RAWSKI, Thomas G. (Ed.). **China's Great Economic Transformation**. Cambridge University Press, pág. 683-728, 2008.



BRANSTETTER, Lee; LARDY, Nicholas. China's Embrace of Globalization. BRANDT, Loren; RAWSKI, Thomas G. (Ed.). **China's Great Economic Transformation**. Cambridge University Press, pág. 683-728, 2008.

BURLAMAQUI, Leonardo. As Finanças Globais e o Desenvolvimento Financeiro Chinês: Um Modelo de Governança Financeira Global Conduzido pelo Estado. CINTRA, Marcos; SILVA FILHO, Edison; PINTO, Eduardo (Ed.). **China em Transformação, Dimensões Econômicas e Geopolíticas do Desenvolvimento**. Pág. 277-334, 2015.

CALVO, Guillermo; REINHART, Carmen. **Fear of Floating**. National Bureau of Economic Research, 2000.

CHEN, Hongyi; PENG, Wensheng. The Potential of the Renminbi as an International currency. In: PENG, Wensheng; SHU, Chang (Ed.). **Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi**. Palgrave Macmillan UK, pag. 115-138. 2010.

CHEN, Kaiji et al. **China Pro-Growth Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission**. NBER Working Paper No. 22650. National Bureau of Economic Research, 2016. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w22650>>

CHEN, Kaiji; REN, Jue, ZHA, Tao. **What we Learn from China's Rising Shadow Banking: Exploring the Nexus of Monetary Tightening and Banks' Role in Entrusted Lending**. NBER Working Paper No. 21890. National Bureau of Economic Research, 2016. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w21890>>

CHEY, Hyung-kyu. **Can the Renminbi Rise as a Global Currency ?**. Asian Survey, vol. 53, No. 2, pag. 348-368, 2013.

CHIN, Gregory; YONG, Wang. China Debates: The Dollar System and Beyond. In: SUBACCHI, Paola; DRIFILL, John (edit.). **Beyond the Dollar: Rethinking the International Monetary System**. Londres: Royal Institute of International Affairs, 2010.

CHINN, Menzie; FRANKEL, Jeffrey. Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency ?. In CLARIDA, Richard (Ed.): **G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment**. University of Chicago Press, p. 283-338, 2007.

CHOW, Gregory. **China's economic transformation**. John Wiley & Sons, 2007.

CINTRA, Marcos; MARTINS, Aline. O Papel do Dólar e do Renminbi no Sistema Monetário Internacional. In: CINTRA, Marcos; MARTINS, Aline (Ed.). **As Transformações no Sistema Monetário Internacional**. Brasília: IPEA, 2013.

CINTRA, Marcos; PINTO, Eduardo. **China Em Transformação: Transição e Estratégias De Desenvolvimento**. In: Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia [Proceedings of the 43rd Brazilian Economics Meeting]. ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pósgraduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics], 2016.

COHEN, Benjamin J. **The benefits and costs of an international currency: getting the calculus right**. Open Economies Review, v. 23, n. 1, p. 13-31, 2012.

COHEN, Benjamin. **Life at the Top: International Currencies in the Twenty-First Century**. Princeton Univ International Economics, 2000.

COHEN, Benjamin. **The Future of Sterling as an International Currency**. London: Macmillan, 1971.

COHEN, Benjamin. **The Geography of Money**. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

COHEN, Benjamin. Will History Repeat Itself ? Lessons for the Yuan. EICHENGREEN, Barry; KAWAI, Masahiro (Ed.). **Renminbi Internationalization: Achievements, Prospects, and Challenges**. Brookings Institution Press, 2015.

COUSIN, Violaine. **Banking in China**. Springer, 2011.

CUNHA, André.; BIANCARELI, André. **O Novo Regime Cambial Chinês e a Diplomacia do 'Yuan Fraco'**. Campinas, Unicamp/IE, Economia Política Internacional: Análise Estratégica, v. 7, 2005.

CONTI, Bruno; PRATES, Daniela; PLIHON, Dominique. O Sistema Monetário Internacional e seu Caráter Hierarquizado. CINTRA, Marcos; MARTINS, Aline (Ed.). **As Transformações no Sistema Monetário Internacional**. Brasília: IPEA, 2013.

DONGSHENG, Di. The Renminbi's Rise and Chinese Politics. In: WHEATLEY, Alan (Ed.). **The Power of Currencies and Currencies of Power**. Routledge, 2013.

DOOLEY, Michael.; GARBER, Peter. **Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the revived Bretton Woods System**. Brookings Panel on Economic Activity, 2005.

EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital**. São Paulo: Editora, v. 34, 2000.

EICHENGREEN, Barry. **Privilégio Exorbitante. A Ascensão e Queda do Dólar e o Futuro do Sistema Monetário Internacional**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2011.

EICHENGREEN, Barry. **Sequencing RMB Internationalization**. CIGI Paper, Num. 69, 2015. Disponível em: <[https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi\\_paper\\_no.69\\_web.pdf](https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no.69_web.pdf)>

EICHENGREEN, Barry. **Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition**. NBER Working Paper No. 11336, 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11336.pdf>>

EICHENGREEN, Barry; CHITU, Livia; MEHL, Arnaud. **Stability Or Upheaval?: The Currency Composition of International Reserves in the Long Run**. IMF Economic Review, 2015.

EICHENGREEN, Barry; FLANDREAU, M. **The Federal Reserve, the Bank of England, and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914–1939**. Open Econ Rev, v. 23, n. 1, p. 57–87, fev. 2012.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo. **Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economies**. Chicago: The University of Chicago Press, 2005.

EICHENGREEN, Barry; KAWAI, Masahiro. Introduction and Overview. EICHENGREEN, Barry; KAWAI, Masahiro (Ed.). **Renminbi Internationalization: Achievements, Prospects, and Challenges**. Brookings Institution Press, 2015.

EICHENGREEN, Barry; LOMBARDI, Domenico. **RMBI or RMBR? Is the Renminbi Destined to Become a Global or Regional Currency ?**. Asian Economic Papers, 2017.

ELLIOTT, Douglas; KROEBER, Arthur; QIAO, Yu. **Shadow Banking in China: A Primer**. Research Paper, The Brookings Institution, 2015.

FAIRBANK, John; GOLDMAN, Merle. **China: Uma Nova História**. L&PM Editores, 2007.

FEENSTRA, Robert. **Integration of Trade and Disintegration of Production in the Global Economy**. Journal of Economic Perspectives 12(4):31–50, 1998.

FERGUSON, Niall; SCHULARICK, Moritz. **'Chimerica' and the Global Asset Market Boom**. International Finance, v. 10, n. 3, p. 215-239, 2007.

FIORI, José Luís. **Sobre o Poder Global**. Novos Estudos-CEBRAP, n. 73, p. 61-72, 2005.

FMI (Fundo Monetário Internacional). **Review of the Method of Valuation of the SDR**. Policy Paper, International Monetary Fund, Washington, 2015.

FRANKEL, J. A. **Internationalization of the RMB and Historical Precedents**. Journal of Economic Integration, v. 27, p. 329–365, 2012.

FUNG, Hung-gay; KO, Glenn Chi-Wo; YAU, Jot. **Dim Sum Bonds: The Offshore Renminbi (RMB)-Denominated Bonds**. John Wiley & Sons, 2014.

FUNG, Hung-Gay; TZAU, Derrick; YAU, Jot. **Offshore Renminbi-Denominated Bonds: Dim Sum Bonds**. Chinese Economy, v. 46, n. 2, p. 6-28, 2013.

GARCIA-HERRERO, Alicia; XIA, Le. **RMB Bilateral Swap Agreements: How China Chooses Its Partners ?**. Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, v. 22, n. 4, p. 368-383, 2015.

GEREFFI, Gary; HUMPHREY, John; STURGEON, Timothy. **The Governance of Global Value Chains**. Review of International Political Economy, v. 12, n. 1, p. 78-104, 2005.

GILPIN, Robert. **War and Change in World Politics**. Cambridge University Press, 1983.

GOLDBERG, Linda S.; TILLE, Cédric. **Vehicle Currency Use in International Trade**. Journal of international Economics, v. 76, n. 2, p. 177-192, 2008.

GOLDBERG, Linda. **Is the International Role of the Dollar Changing ?**. Federal Reserve Bank of New York: current issues in economics and finance, v. 16, Jan. 2010.

GOWAN, Peter. **A Roleta Global: Uma Aposta Faustiana de Washington para a Dominação do Mundo**. Record, 2003.

HELLEINER, E. **States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990's**. Ithaca; London: Cornell University Press, 1994.

HELLEINER, Eric. **Explaining the Globalization of Financial Markets: Bringing States Back In**. Review of International Political Economy, v. 2, n. 2, p. 315-341, 1995.

HSIEH, Chang-Tai; KLENOW, Peter J. **Misallocation and Manufacturing, TFP in China and India**. The Quarterly Journal of Economics, v. 124, n. 4, p. 1403-1448, 2009.

HUANG, Yiping; WANG, Daili; FANG, Gang. Paths to a Reserve Currency: Renminbi Internationalization and Its Implications. EICHENGREEN, Barry; KAWAI, Masahiro (Ed.). **Renminbi Internationalization: Achievements, Prospects, and Challenges**. Brookings Institution Press, 2015.

FMI (Fundo Monetário Internacional). **Annual Report on Exchange Arrangements 2009**. Washington: IMF Press, 2009.

GRIFFIN, Naomi; WALSH, James. A Rapidly Changing Financial System. In: LAM, W. Raphael; RODLAUER, Mr Markus; SCHIPKE, Mr Alfred (Eds.). **Modernizing China: Investing in Soft Infrastructure**. International Monetary Fund, 2017

JING, L. I. **The Renminbi Internationalization Strategy: From the Perspective of Renminbi Cross-Border Trade Settlement**. World Economy Study, v. 2, p. 006, 2011.

KENEN, P. B. Currency Internationalisation: an overview. In: **Currency Internationalisation: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific**. Bank for International Settlements, 2011, ( Papers, 61). p. 9–18. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap61d.pdf>>

KEOHANE, Robert; NYE, Joseph. **Power and Interdependence: World Politics in Transition**. 2. ed., Boston: Little, Brown, 1977.

KINDLEBERGER, Charles P. **The World in Depression, 1929-39**. Berkeley. CA: University of, 1973.

KNAPP, G. F. **The state theory of money**. 1905. San Diego: Simon Publications, 2003.

KRUGMAN, Paul. The International Role of the Dollar: Theory and Prospects. In: **Currency and Crises**. MIT Press, 1991.

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice; MELITZ, Marc. **International economics: Theory & Policy**. Boston: Pearson Addison-Wesley, 2012.

LAWRENCE, Robert. China and the Multilateral Trading System. EICHENGREEN, Barry; WYPLOSZ, Charles; PARK, Yung Chul (Eds.). **China, Asia, and the New World Economy**. Oxford University Press, 2008.

LEMOINE, Françoise. **FDI and the Opening Up of China's Economy**. Paris: CEPIL, 2000.

LERNER, Abba. **Functional finance and the Federal debt**. Social research, v. 10, 1943.

LI, Minqi. **China and the Twenty-first-Century Crisis**. University of Chicago Press Economics Books, 2015.

LI, Minqi. **The Rise of China and the Demise of the Capitalist World Economy**. NYU Press, 2009.

LI, Tong. **Shadow Banking in China: Expanding Scale, Evolving Structure**. Journal of Financial Economic Policy, v. 6, n. 3, p. 198-211, 2014.

LI, Xiao; LI, Junjiu; DING, Yibing. **On the “Asianization” of Renminbi**. The Journal of World Economy, 2004.

LIAO, Steven; MCDOWELL, Daniel. **Redback Rising: China's Bilateral Swap Agreements and Renminbi Internationalization**. International Studies Quarterly, v. 59, n. 3, p. 401-422, 2015.

LO, Chi. **The Renminbi Rises: Myths, Hypes and Realities of RMB Internationalisation and Reforms in the Post-Crisis World**. Springer, 2013.

MARTIN, Michael. **China's Banking System: Issues for Congress**. Congressional Research Service, 20 Feb. 2012. (CRS Report for Congress, n. R42380).

MCCAULEY, Robert. **Renminbi Internationalisation and China's Financial Development**. BIS Quarterly Review, 2011.

MEDEIROS, Carlos. Padrões de Investimento, Mudança Institucional e Transformação Estrutural na Economia Chinesa. Centro de Gestão e Estudos Estratégicos (Eds.). **Padrões de Desenvolvimento Econômico (1950-2008): América Latina, Ásia e Rússia**. GCEE, vol. 2, pág. 435-490, 2013.

MENDONÇA, Ana Rosa. Sistema Financeiro Chinês: Conformação, Transformações e Controle. CINTRA, Marcos; SILVA FILHO, Edison; PINTO, Eduardo (Ed.). **China em Transformação, Dimensões Econômicas e Geopolíticas do Desenvolvimento**. Pág. 277-334, 2015.

MIOTTI, L.; PLIHON, D.; QUENAN, C. **The Dollar, the Euro and Exchange Rate Regimes in Latin America**. Coral Gables: Miami European Union Center, 2002. (Jean Monnet/Robert Schuman Paper Series, v. 1, n. 10). Disponível em: <<http://aei.pitt.edu/8096/1/quenan.pdf>>

MISHKIN, Frederic S. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**. Pearson Education, 2007.

MUNDELL, R. A. **A Theory of Optimum Currency Areas**. The American Economic Review, v. 51, p. 657-665, 1961. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1812792>>

NABAR, Malhar; TOVAR, Camilo. Renminbi Internationalization. In: LAM, W. Raphael; RODLAUER, Mr Markus; SCHIPKE, Mr Alfred (Eds.). **Modernizing China: Investing in Soft Infrastructure**. International Monetary Fund, 2017.

OZEKI, Yusuru; TAVLAS, George. **The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen**. Occasional Paper 90. Washington, DC: International Monetary Fund, 1992.

POSE, Mirko. **A Internacionalização da Moeda Chinesa e seus Impactos sobre o Sistema Monetário Internacional**. In: 3º Seminário de Relações Internacionais, Florianópolis. Anais: Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016. Disponível em: <[http://www.seminario2016.abri.org.br/resources/anais/23/1474741078\\_ARQUIVO\\_AinternacionalizacaodamoedachinesaeseusimpactossobreoSistemaMonetarioInternacional-MirkoPose.pdf](http://www.seminario2016.abri.org.br/resources/anais/23/1474741078_ARQUIVO_AinternacionalizacaodamoedachinesaeseusimpactossobreoSistemaMonetarioInternacional-MirkoPose.pdf)>

POUVELLE, Cyril. **Le rôle international de l'euro depuis 1999: facteurs et enjeux**. Bulletin de la Banque de France, v. 147, p. 39-56, 2006.

PRASAD, Eswar ; YE, Lei Sandy. **The Renminbi's Role in the Global Monetary System**. 2012.

PRASAD, Eswar. **Gaining Currency: The Rise of the Renminbi**. Oxford University Press, 2016.

PRATES, Daniele. **Crises financeiras nos países “emergentes”**: uma interpretação **heterodoxa**. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP, Campinas, 2002.

REISS, Daniel Gersten. **Ensaio sobre a Internacionalização da Moeda**. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade de Brasília, Brasília, 2015.

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

SONG, Zheng; STORESLETTEN, Kjetil; ZILIBOTTI, Fabrizio. **Growing Like China**. The American Economic Review, v. 101, n. 1, p. 196-233, 2011.

STRANGE, Susan. **Casino capitalism**. Oxford: Basil Blackwell, 1986.

TAVLAS, George. **The International use of currencies: the U.S. Dollar and the Euro**. Finance and development, June 1998, p. 46-49, 1998.

VERMEIREN, Mattias. **Power and Imbalances in the Global Monetary System: A Comparative Capitalism Perspective**. Springer, 2014.

WADE, Robert; VENEROSO, Frank. **The Asian Crisis: the High Debt Model versus the Wall Street-Treasury-IMF Complex**. New Left Review, n. 228, p. 3, 1998.

WALLERSTEIN, Immanuel. **The Modern World System**. Nova York: Academic Press, 1974.

WALTER, Carl; HOWIE, Fraser. **Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise**. John Wiley & Sons, 2011.

WBG (World Bank Group); DRC (Development Research Center of the State Council). **China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society**. Washington, DC. 2012.

YONGDING, Yu. Chinese Macroeconomic Management. EICHENGREEN, Barry; WYPLOSZ, Charles; PARK, Yung Chul (Eds.). **China, Asia, and the New World Economy**. Oxford University Press, 2008.

ZHITAO, Lin; WENJIE, Zhan; CHEUNG, Yin-Wong. **China's Bilateral Currency Swap Lines**. CESifo Working Paper, 2016.

ZHU, Xiaodong. **Understanding China's growth: Past, present, and future**. The Journal of Economic Perspectives, v. 26, n. 4, p. 103-124, 2012.