

A Diplomacia do Yuan Fraco¹

André Moreira Cunha², André Martins Biancareli³ e Daniela Magalhães Prates⁴

Sub-área 08 - Economia, Mercado e Instituições

Resumo: O presente trabalho procura analisar como a gestão da transição econômica chinesa está subordinada à estratégia política de longo prazo de reafirmação de uma posição central do país na ordem internacional. Para ilustrar nossos argumentos tomamos o caso da política cambial, enfatizando a recente flexibilização do *yuan*. Sugerimos a existência de uma diplomacia do “yuan fraco”, onde a regulação da moeda nacional (e de seu valor externo) se vincula estreitamente ao objetivo da preservação do crescimento e da estabilidade econômica e política, interna e externa.

Palavras-Chave: China, diplomacia do *yuan*, políticas de desenvolvimento

Introdução

Nesse início de século XXI, o intenso movimento das placas tectônicas da geopolítica e da geoeconomia nos autoriza questionar se as teses sobre o “fim da história” não foram, no mínimo, precipitadas. Ao invés da afirmação da emergência de uma ordem liberal – política e econômica – sob a liderança incontestada dos Estados Unidos⁵ (EUA, de agora em diante), estamos assistindo à emergência de uma realidade global bem mais complexa, onde poderes emergentes aspiram a um maior espaço na determinação dos vetores fundamentais que, desde hoje, estão moldando o futuro (Fiori, 2004). Em especial, a impressionante trajetória de crescimento econômico da China traz importantes desafios tanto para a potência hegemônica, quanto para os demais países do centro e da periferia capitalista.

Na perspectiva chinesa, expressa pelo governo e por acadêmicos, haveria uma opção pela “ascensão pacífica”⁶ à condição de grande potência (Bijian, 2005, Mahbubani, 2005, Zweig e Jianhai, 2005). A economia, ancorada por uma política externa cada vez mais ativa, daria a base de sustentação da trajetória de “retomada” de um papel de maior protagonismo do país na arena internacional. Trata-se, portanto, de uma estratégia política de longo prazo, na qual a adesão aos

¹ Título inspirado da análise clássica da Profa. Maria da Conceição Tavares sobre a importância da política de reafirmação do dólar para a “retomada” da hegemonia norte-americana.

² Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e Pesquisador do CNPQ. E-mail: amcunha@hotmail.com ou andre.cunha@pesquisador.cnpq.br. Versão: janeiro de 2006. Agradeço ao apoio de pesquisa do bolsista PIBIC-CNPQ, Henrique B. Renck.

³ Pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do IE/Unicamp e Doutorando do IE/Unicamp. E-mail: andremb@eco.unicamp.br

⁴ Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas e Diretora Adjunta do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do IE/Unicamp. E-mail: daniprates@eco.unicamp.br.

⁵ Não estamos afirmando que a hegemonia norte-americana esteja necessariamente em xeque, especialmente em um horizonte temporal curto. Nossa hipótese aqui é que não se pode tomar como definitiva a imposição global de um certo modelo de organização da sociedade inspirada na tradição política e de estruturação econômica dos EUA. Isto abre espaço para a construção de estratégias distintas de desenvolvimento e inserção internacional.

⁶ A opção pela “ascensão pacífica” aparece no documento oficial “China's Peaceful Development Road” (<http://www.china.org.cn/white/index.htm>, acessado em dezembro de 2005). Nega-se portanto a inevitabilidade da guerra como mecanismo de afirmação de um certo poder que busca espaços de reprodução (Bijian, 2005). Todavia, isso não tem impedido a China de investir em

mecanismos de mercado para regular parcelas crescentes do mundo da produção e distribuição da riqueza, é um instrumento do objetivo maior da modernização chinesa, e não um fim em si mesmo determinado pela adesão a uma pretensa (e definitiva) ordem liberal do mundo pós-guerra fria. O sucesso da estratégia chinesa contrasta com as experiências frustradas de “*big bang*” na transição das economias de planejamento central do antigo bloco soviético ou de implementação do Consenso de Washington na América Latina (Rodrik, 2005). Nesses dois casos, a substituição de modelos de modernização fortemente centrados no papel do Estado como promotor do crescimento por modelos baseados no binômio “abertura-desregulamentação” mostrou-se questionável em seus resultados econômicos e sociais. Ao contrário, a globalização, especialmente em sua dimensão financeira, não foi capaz de realizar as promessas de crescimento e estabilidade (Prasad *et al.*, 2003) anunciadas a partir do final dos anos 1980.

Recoloca-se, assim, um tema tão caro à tradição da economia política, qual seja, dos “estilos de desenvolvimento” ou das formas alternativas de modernização capitalista, onde a via anglo-saxônica ou liberal tem por antagonismo conceitual os distintos modelos de “capitalismo organizado” (Zysman, 1983). Por muito tempo – pelo menos até meados da década de 1980 – os modelos alemão e japonês – esse replicado pelos *newly industrialized countries* (NICs) asiáticos, especialmente Coreia do Sul e Taiwan – mostraram um elevado dinamismo. A complementaridade entre “Estado” e “Mercado”, e a subordinação do mundo das finanças aos interesses desenvolvimentistas, eram apontados como elementos virtuosos. Nos anos 1990, o que era virtude passou a ser compreendido como fragilidade. No caso asiático, a crise financeira de 1997-1998 foi apontada por muitos críticos do “capitalismo organizado” como a prova definitiva dos desvios causados pela tentativa do Estado direcionar as forças de mercado. Todavia, a própria recuperação dos países da região e a manutenção do *drive* chinês, que está transformando as relações econômicas regionais e internacionais (Medeiros, 2005), nos impõem uma reflexão mais cuidadosa sobre as relações entre política e economia. Como sugerem Dooley *et al.* (2003) e Dooley e Garber (2005) os países periféricos melhor sucedidos na promoção do crescimento vêm perseguindo os ecos das estratégias desenvolvimentistas e intervencionistas – especialmente no que se refere à regulação dos mercados financeiros – que viabilizaram a reconstrução européia e japonesa no pós-guerra.

De fato, a China tem uma estratégia de longo prazo, cujos vetores centrais nos permitem especular sobre a existência de uma hierarquia de determinantes, onde a economia e os “mercados” aparecem como instrumentos da afirmação de uma certa visão política. Esta, por sua vez, também poderia ser vista como um meio para o alcance de um objetivo ainda mais amplo, que poderia ser

modernização de suas forças armadas. O poder militar, expressão evidente do *hard power* chinês, é objeto de preocupação dos EUA (National Intelligence Council, 2005).

formulado, ainda que especulativamente, da seguinte forma: a China se percebe como uma civilização em busca de espaços de reprodução e afirmação em uma realidade internacional complexa, onde não parece ser possível qualquer estratégia de “isolamento”, tanto na esfera política, quanto na econômica. Assim, a expansão das bases materiais da sociedade torna-se fonte de acumulação de poder. O desenvolvimento econômico é um objetivo e, ao mesmo tempo, um pré-requisito para a existência da nação, sua coesão interna e proteção externa. As políticas econômicas nas mais diversas dimensões funcionam de forma subordinada ao objetivo maior de fortalecimento e perpetuação da nação (ou civilização) chinesa⁷.

É nesse contexto mais amplo que o presente artigo tem por objetivo compreender a mudança recente em um dos principais aspectos da política macroeconômica da China, qual seja, seu regime cambial e de gestão dos fluxos financeiros internacionais. Depois de anos de forte pressão externa, o Banco do Povo da China (BPoC) anunciou, em julho de 2005, a adoção de um sistema de flutuação administrada com base em uma cesta de moedas. Após mais de uma década de câmbio fixo, em que o *yuan renminbi*⁸ mantinha uma vinculação direta com o dólar norte-americano (somente dólar, de agora em diante), aquela mudança introduziu a possibilidade de uma maior flexibilidade na relação entre a moeda chinesa e as principais divisas-chave da economia internacional. Argumentaremos ao longo desse trabalho que a nova política cambial chinesa deve ser compreendida à luz da estratégia desenvolvimentista do país. O ajuste tático representado por tal mudança não parece significar um desvio fundamental no foco de longo prazo anteriormente explicitado.

A flexibilização do *yuan* é um exemplo importante de como a China maneja os instrumentos econômicos com um sentido estratégico de longo prazo. Por isso insinuamos a existência de uma diplomacia do “*yuan* fraco”, onde a gestão da moeda nacional (e de seu valor externo) se vincula estreitamente ao objetivo da preservação do crescimento e da estabilidade econômica e política, interna e externa. Por vezes, a busca desses objetivos se revela contraditória, em uma dimensão que está para além do que sugere a análise de modelos macroeconômicos de economias abertas na tradição Mundell-Fleming. Assim, tomamos esse trabalho como um passo inicial na tarefa de buscar as ligações mais profundas entre a gestão da economia e a “visão política” no caso chinês contemporâneo. Entendemos que a implementação do novo regime cambial e a estratégia de regulação dos fluxos financeiros nos oferece tal oportunidade.

Além dessa introdução, nossos argumentos estão organizados da seguinte forma. Na seqüência detalhamos os elementos centrais da assim-chamada “ascensão pacífica” da China, identificando os pontos de atrito potencial com o *hegemon* e de criação de externalidades (positivas

⁷ Também aqui a China parece reproduzir o “modelo asiático” estabelecido pelo Japão e replicado pelos NICs (Medeiros, 2005).

⁸ O Yuan Renminbi (RMB) é a moeda oficial da China. Eventualmente “yuan” e “renminbi” serão utilizados isoladamente ao longo do texto. Devem ser lidos como simplificações de uma mesma unidade monetária.

e negativas) sobre os países periféricos. Destacamos os vínculos cada vez mais profundos entre a China e os países do Pacífico Asiático, e a relação entre esse espaço regional e os EUA. Aqui reside o núcleo mais dinâmico de crescimento dessa economia cada vez mais globalizada. Dado esse marco mais geral, voltamos para a “esfera econômica” com o intuito de sinalizar as transformações recentes da economia mundial que estão por detrás das formas de gestão da moeda chinesa e dos fluxos de capitais. Com os vetores da política e da economia demarcados passamos para a análise da nova política cambial chinesa. Seguem algumas considerações finais.

2. Por que “Diplomacia do Yuan Fraco”? Algumas considerações sobre a subordinação da economia à política no “capitalismo organizado” em gestação na China.

O novo regime cambial veio à luz em um momento onde cresciam as pressões oficiais e de mercado sobre a moeda chinesa. Nos últimos anos, várias análises⁹ apontavam que a rigidez na relação entre o dólar e o *yuan* estaria dificultando a redução dos desequilíbrios internacionais de pagamentos. Esperava-se que uma valorização entre 10% e 20% do *yuan* poderia fazer com que a taxa de câmbio real e efetiva do dólar caísse o suficiente para reverter a trajetória explosiva dos déficits em transações correntes dos EUA – que passaram de um patamar médio de 2% do PIB no começo dos anos 1990 para algo entre 6% e 7% do PIB no biênio 2004-2005. Por conta de tal expectativa, a China passou a experimentar uma maior absorção de capitais de curto prazo, que passaram a apostar em um *yuan* mais forte nos mercados futuros. O debate em torno do nível da taxa de câmbio de “equilíbrio” do *yuan* vincula a presença crescente da China no comércio internacional à manipulação da taxa de câmbio. Tal competitividade seria espúria na visão de muitos, denotando a perseguição de uma estratégia mercantilista por parte da China. Todavia, os estudos empíricos que buscam definir tal nível de “equilíbrio” longe de lançarem luz sobre o tema, acabam gerando mais divergências, na medida em que apontam resultados muitos dispersos que vão desde a ausência de subvalorização até níveis em que esta atinge cerca de 50%. É bem verdade que predominam os resultados que reafirmam a percepção convencional de um “*yuan* fraco”¹⁰.

É importante destacar que até agora (janeiro de 2006) a apreciação do *yuan* frente ao dólar tem oscilado na casa de 2%, sugerindo que o novo regime cambial chinês tenderá a refletir a disposição dos *policymakers* chineses em promover um ajuste “gradual” e “adaptativo” no valor externo de sua moeda. Tal opção precisa ser compreendida a partir da necessidade da China administrar uma série de tensões contraditórias, especialmente no que se refere ao objetivo de preservar sua trajetória de crescimento e modernização *versus* reduzir um conjunto de pressões externas – que vêm de fontes oficiais e privadas cujos interesses comerciais, financeiros e

⁹ Goldstein (2005) sintetiza esse debate. Referências adicionais aparecem no item 3 do presente trabalho.

¹⁰ Dunaway e Li (2005) oferecem *survey* atualizado. Constatam que a dispersão dos resultados reflete a adoção de distintas metodologias, períodos e variáveis representativas dos fundamentos econômicos no cálculo do nível de “equilíbrio” do *yuan*.

geopolíticos se chocam com o papel cada vez mais ativo do país na ordem internacional – e internas – derivadas dos desequilíbrios criados com a rapidez de sua expansão. É nesse sentido que se faz necessário um olhar sobre a estratégia de “ascensão pacífica” da China. Conscientes de que aqui não teremos condições de realizar uma análise profunda sobre esse importante tema, optamos por enfatizar os elementos centrais daquela estratégia, nos termos anunciados pelos próprios chineses para, então, verificar os pontos de contato mais imediatos com a nossa temática principal.

O governo chinês trabalha com um horizonte de longo prazo para a realização plena dos objetivos de modernização¹¹. Em meados de 2030, sua população se estabilizaria ao redor de 1,5 bilhão de habitantes, e somente em 2050, ao fim desse processo, a renda *per capita* atingiria um nível intermediário. O foco no crescimento e na melhoria das condições de vida da população em geral foi estabelecido já em 1978, quando as lideranças do Partido Comunista Chinês (PCC), sob a batuta de Deng Xiaoping, iniciaram o processo de reconversão e abertura da economia. O “caminho do desenvolvimento para uma ascensão pacífica” pretendia utilizar os instrumentos de mercado, especialmente para absorção de tecnologia e capacidades administrativas do Ocidente. A economia e não a “guerra”¹² garantiria o “espaço vital” da expansão chinesa. É por isso que Bijian (2005) afirma que “a mais significativa decisão estratégica feita pelos chineses foi a de abraçar a globalização, ao invés de rechaçá-la”. Contudo, não se pode confundir essa opção como a adesão aos princípios do neoliberalismo. A complexidade da dinâmica de modernização da China vem impondo um lento, gradual e controlado processo de incorporação/adaptação dos mecanismos de mercado, como sugerem, dentre outros, Rodrik (2005) e Medeiros (2005).

A conclusões semelhantes chega a tentativa de Ramo (2004) de definir o que seria o “Consenso de Pequim”, as lições da ascensão chinesa aos demais países em desenvolvimento: alta prioridade à inovação tecnológica, busca de crescimento equilibrado e sustentado, autodeterminação e busca dos próprios caminhos, entre outros elementos bastante distantes das idéias do Consenso de Washington. E, especificamente em relação à política macroeconômica, Flassbeck (2005) descreve uma estratégia baseada na fixação unilateral da taxa de câmbio em níveis competitivos, na manutenção de uma conta de capital ainda bastante restrita, na reforma das regras de determinação salarial em meados dos 1990, e em na condução heterodoxa dos instrumentos fiscais e monetários, sustentando a demanda agregada e o clima favorável aos investimentos. Seria essa gestão pró-

¹¹ No 16º Congresso Nacional do Partido Comunista Chinês, realizado em 2002, foram estabelecidas as metas de longo prazo de crescimento (<http://www.china.org.cn/english/features/44506.htm>, acesso em dezembro de 2005). Pretendia-se dobrar o PIB em 2010 sob a base de 2000. Em um segundo estágio, o PIB voltaria a dobrar até 2020, quando a renda *per capita* atingiria o nível intermediário de US\$ 3.000 dólares. Tal ritmo de expansão deverá ser mantido até meados de 2050. Ou seja, depois de crescer cerca de 9% ao ano no quarto de século que se seguiu ao início do processo de abertura, a China vislumbra a necessidade de sustentar um ritmo ainda elevado de crescimento, na casa de 7% ao ano pelos 50 anos seguintes.

¹² “A China não irá seguir o caminho que levou a Alemanha a Iª Guerra Mundial, e a Alemanha e Japão a IIª 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.” (Bijian, 2005).

dinamismo, aliada aos demais fatores estruturais, que explicaria a trajetória espetacular daquele país, especialmente no ciclo mais recente (desde 1994).

Os planejadores da burocracia chinesa¹³ e as lideranças do PCC estão conscientes das tensões provocadas pelo crescimento acelerado¹⁴. Em particular, preocupam-se em evitar os desequilíbrios distributivos, tanto funcionais quanto regionais, a escassez de matérias-primas e os problemas ambientais. No discurso oficial, a abertura não pode suprimir a busca pela independência, e o imperativo da eficiência econômica não deve se sobrepor à harmonia e coesão da sociedade. O avanço tecnológico não pode comprometer a incorporação de mão-de-obra. O sucesso das zonas costeiras modernas deve ser gradualmente replicado no interior, no que vem se denominando uma “corrida ao oeste”. Não à toa, os investimentos públicos, especialmente em infraestrutura e habitação popular vêm se constituindo nos instrumentos de sustentação do ritmo de crescimento nos momentos de desaceleração das exportações¹⁵.

O rápido desenvolvimento chinês tem chamado à atenção da comunidade internacional, na medida em que gera externalidades que podem ser percebidas (potencialmente) como ameaças, especialmente nas áreas militar e de segurança energética. Ademais, apesar do avanço do último quarto de século, os níveis de renda do país (em termos absolutos e *per capita*) e sua constelação de recursos naturais e populacionais sugerem a necessidade da manutenção do crescimento, bem como evidenciam alguns de seus limites. A escassez potencial de energia, matérias-primas para a produção industrial e alimentos, estaria no centro das preocupações do governo chinês. Esse ponto, também destacado por Medeiros (2005), Zweig e Jianhai (2005), Mahbubani (2005) e Jisi (2005), tem moldado a política externa chinesa em pelo menos três dimensões: (i) a busca de fontes de energia, especialmente petróleo e gás, o que tem levado a China a se aproximar de países que fazem parte da área de influência dos EUA ou, mesmo, que estão em confronto com o *hegemon*, como Irã, Venezuela e Sudão¹⁶; (ii) complementando a “diplomacia do petróleo”, a China tem anunciado

¹³ Mahbubani (2005) destaca que o PCC e a burocracia estatal chinesa experimentaram uma profunda transformação nos últimos anos. Mais do que isso, esse analista sugere que a atual geração de lideranças é a melhor que o país dispõe em décadas.

¹⁴ Tal visão oficial está no White Paper “China's Peaceful Development Road” (<http://www.china.org.cn/e-white/index.htm>, acessado em dezembro de 2005). As linhas gerais do programa quinquenal para o período 2006-2010, adiantadas em outubro de 2005 pelo comitê central do PCC, ao contrário do que desejariam as demandas ocidentais, enfatizava outros aspectos que não a ampliação da democracia ou da participação do setor privado na economia: seria necessário tornar o dinamismo menos desigual em termos regionais, menos dependente do investimento e menos poluente, além de socialmente mais inclusivo. Ver, a respeito, “Five more years”, *The Economist Print Edition*, 13/10/2005 e “China contemplates change”, *The Economist Global Agenda*, 17/10/2005 (http://www.economist.com/agenda/displaystory.cfm?story_id=5014759, acessado em janeiro de 2006).

¹⁵ Esse ponto está muito bem analisado em Medeiros (2005) e Unctad (2005), de modo que não nos prenderemos a detalhes aqui.

¹⁶ O Oriente Médio respondeu, em 2004, por 45% das importações de petróleo da China. Naquele ano o presidente chinês Hu Jintao reuniu-se com a Liga Árabe, comprometendo-se em estabelecer um “novo tipo de parceria” com os países da região. O Irã, que responde por 11% das importações chinesas de petróleo, receberá US\$ 70 bilhões em investimentos da estatal chinesa Sinopec. Será construído um mega-gasoduto que ampliará significativamente a oferta de gás nos próximos trinta anos. Em contrapartida, Teerã se comprometeu a vender petróleo para a China, a preços de mercado, nos próximos 25 anos. A diplomacia do petróleo também avançou no continente africano, que responde por quase 30% as importações da China. Somente o Sudão responde por 5% das compras da China. Em função da “guerra ao terrorismo”, o governo dos EUA vem limitando a possibilidade das empresas do país realizarem negócios, o que ampliou as oportunidades para os chineses. Atualmente a China manteria cerca de quatro mil homens “não uniformizados” para proteger seus interesses no Sudão. Diante da contrariedade dos EUA, os chineses respondem que ao país não interessa os conflitos religiosos locais e que “negócios são negócios”. Na América Latina, além da ampliação do comércio em geral, que chegou à casa de US\$ 40 bilhões em 2004, um valor cinco vezes superior ao verificado em 1999. Entre 2003 e 2004, em

investimentos em diversas economias periféricas¹⁷ e mesmo economias avançadas ricas em recursos naturais (como Canadá e Austrália)¹⁸, com vistas à ampliação das fontes de suprimento de insumos estratégicos; para tanto utiliza seus “campeões nacionais”, os conglomerados estatais eleitos para nuclear o esforço industrializante (Medeiros, 2005), e que vêm sendo incentivados pelo governo a avançar em seus processos de internacionalização; e (iii) um aprofundamento das relações econômicas no plano regional, tanto pela via usual dos fluxos de comércio e investimento, quanto pela construção de laços institucionais mais sólidos, onde o país busca cooptar vizinhos que poderiam, em princípio, serem deslocados dos mercados globais por força da concorrência chinesa e que passam a ter no próprio mercado chinês uma fonte substituta de dinamismo.

A China tem se consolidado com o principal centro dinâmico do Pacífico Asiático. O país absorve mais de 40% dos investimentos diretos direcionados para a região. Como veremos na sequência, uma parcela considerável desses recursos se origina na própria Ásia, especialmente no Japão, Coreia do Sul e Hong Kong. O comércio bilateral tem crescido fortemente, com a China posicionando-se como importador líquido de insumos e equipamentos mais sofisticados dentro da região, e exportador líquido de manufaturas para os mercados ocidentais¹⁹. A sua estratégia macroeconômica de procurar preservar o crescimento via *drive* exportador, combinando uma gestão mais estrita do câmbio e dos fluxos de capitais, parece estar sendo compartilhada por outros países da região. Tal opção é compreensível tendo por pano de fundo a experiência dos anos 1990 de liberalização financeira e crise. Depois de 1998, muitas economias asiáticas passaram a ter como estratégia (implícita ou explícita) a criação de colchões de liquidez (em dólares) suficientemente elásticos para afastar o que se passou a perceber na região como um risco inerente ao processo de globalização, qual seja, a de crises financeiras geradas pela conversibilidade da conta capital. A racionalidade de tal proteção é admitida até por seus críticos (Eichengreen, 2004, IIF, 2005), e evidenciada pela sensível melhoria das contas externas e reversão da vulnerabilidade que precedeu a crise de 1997-1998. Para a China, em particular, aquela crise determinou um olhar mais cauteloso sobre a globalização financeira. Antes dela o país havia anunciado a intenção de tornar a conta

diversas visitas diplomáticas, inclusive do presidente Jintao, foram anunciadas propostas de investimentos da ordem de US\$ 20 bilhões, com ênfase na área de energia (Zweig e Jianhai, 2005).

¹⁷ Prasad e Wei (2005) reportam um movimento de expansão de investimento externo originado na China e estimulado pelo governo – desde 2001 estão sendo implementadas medidas de desregulamentação da conta capital com esse intuito. Em 2004, teriam sido perto de US\$ 4 bilhões, dos quais metade para a América Latina e 40% para países asiáticos.

¹⁸ Vários acordos têm sido realizados com o Canadá para cooperação na área de energia. Um exemplo recente (abril de 2004) foi o firmado entre a estatal Petrochina e o gigante canadense Enbridge para construir um oleoduto de US\$ 2 bilhões, com o objetivo de direcionar a produção canadense para o litoral do Pacífico com vistas à exportação para a China. Há também o interesse na reservas canadenses de areia betuminosa (as maiores do mundo), produto considerado estratégico pelo governo norte-americano, que vê com preocupação essa aproximação chinesa. A China também já substituiu os EUA como segundo principal parceiro comercial da Austrália, e vem comprando volumes crescentes de *commodities* estratégicas, como carvão, minério de ferro, além gás natural. Com vínculos econômicos cada vez mais sólidos Pequim obteve, em 2004, uma declaração do governo australiano de que não se colocaria na defesa de Taiwan. Isso significa um desalinhamento frontal com a posição dos EUA (Zweig e Jianhai, 2005).

¹⁹ Entre 2000 e 2004, o superávit do comércio chinês com os EUA e a Europa pulou de US\$ 37 bilhões para US\$ 115 bilhões. Com respeito à Ásia, o déficit passou de US\$ 13 bilhões para US\$ 30 bilhões (IMF, 2005c, Prasad e Wei, 2005).

capital plenamente conversível no ano 2000. Depois da crise, tal tendência reverteu-se e o país passou a acumular mais reservas (Prasad e Wei, 2005)

Entre meados de 2002 e início de 2005, a queda do dólar tem levado a uma ampliação do esforço oficial de sustentação das moedas asiáticas. Assim, ainda que a moeda norte-americana tenha perdido entre 40% e 50% do seu valor nominal (entre 10% e 25% em termos reais)²⁰, com respeito ao euro e as moedas de outros parceiros comerciais importantes dos EUA, como Canadá e Austrália, as moedas asiáticas subiram muito menos. A contrapartida da menor flexibilidade cambial nos países asiáticos aparece na aceleração do ritmo de acumulação de reservas internacionais, o que, por sua vez, tem induzido à adoção de medidas de esterilização do excesso de crédito doméstico (Bergsten, 2004, World Bank, 2004, BIS, 2005, Eichengreen, 2004). No caso asiático, entre 2001 e 2004, a variação de reservas como proporção da renda atingiu o nível médio mais elevado das últimas quatro décadas, algo em torno de 5%, contra uma média pouco superior a 1% do período 1970-2000²¹. Tal nível também não encontra precedentes no desempenho corrente ou na história recente de outras regiões. Em uma perspectiva mais ampla, é preciso considerar que as economias asiáticas vêm demonstrando um renovado dinamismo nesses anos que se seguiram à crise financeira. Após a abrupta interrupção de uma trajetória até então sustentada de crescimento com estabilidade econômica e avanços significativos em áreas sociais, a maioria dos países da região logrou experimentar uma vigorosa recuperação já a partir de 1999, com um interregno em 2001 e 2002 em função da retração da economia norte-americana e, por decorrência, um desempenho desfavorável no mercado mundial de bens eletrônicos. Entre 1999 e 2004, a região vem crescendo em um ritmo superior à média mundial, entre 5% e 8% em média ao ano, dependendo do grupo de países considerados – especialmente se há a inclusão da China. Em particular, os anos de 2003 e 2004 marcaram não somente uma expansão forte do produto como, também, a manutenção de resultados bastante expressivos nas contas externas. O superávit global do balanço de pagamentos regional chegou à casa dos US\$ 200 bilhões em 2003, e US\$ 312 bilhões de 2004²². Neste ano verificou-se um expressivo superávit da conta capital, ao qual somou-se o resultado em conta corrente já superior a US\$ 100 bilhões/ano em média nos últimos três anos (World Bank, 2004b, 2005, ADB, 2005, IIF, 2005).

Tal desempenho externo merece uma atenção especial, pois ele marca uma diferença fundamental do período que antecedeu à crise financeira refletindo, também, o esforço de redução

²⁰ A oscilação das variações nominais entre 40% e 50% se dá em função do período analisado. A queda real do dólar varia entre 10% e 25% em função dos diferentes indicadores utilizados, cujas ponderações dos fluxos de comércios dos EUA podem se alterar de acordo com o período em que são calculados (Goldstein, 2005). É importante observar que ao longo de 2005 o dólar voltou a ganhar valor frente ao euro e ao iene, apesar dos déficits externos crescentes. Uma possível explicação para essa “anomalia” está nos diferenciais de juros, ampliados com a política corrente do FED que trouxe das taxas básicas dos EUA da casa de 1% a.a. para a faixa de 4% a.a. naquele mesmo período.

²¹ Estimativas dos autores com base nos dados de diversos World Economic Outlook Database, disponibilizados em www.imf.org.

²² Estimativas do Banco Mundial (World Bank, 2005: 27), que excluem o resultado de Hong Kong.

da vulnerabilidade externa na região. Desde o início dos anos 1990, os países asiáticos vêm tentando lidar com as pressões oriundas de um ambiente internacional marcado pela crescente abertura econômica, especialmente dos mercados financeiros, e pela recorrência de episódios de ampliação e contração da liquidez financeira gerada nos países avançados. Em resposta a esse fato, alguns países, como Coreia, Indonésia, Tailândia, Malásia, ampliaram o grau de conversibilidade de suas contas capitais desde o final dos anos 1980. Assim, até a crise os países da região absorveram, em média, algo entre 3% e 4% dos respectivos produtos em poupança externa. A contrapartida disso foram os elevados déficits em transações correntes (ADB, 2005, World Bank, 2005).

Com níveis internos de poupança já elevados, a ampliação da liquidez doméstica alimentada pelo crédito externo gerou um *boom* de investimentos reais e financeiros que contribuiu para o acúmulo de fragilidades financeiras e reais. A inflação nos preços dos ativos financeiros, o excesso de investimento em setores produtivos, especialmente no complexo eletrônico (o que contribuiu para a queda nos preços dos produtos eletrônicos no período que antecedeu à crise), a ampliação do endividamento do setor privado (de curto prazo e denominado em dólares), e a redução da rentabilidade em diversos setores produtivos, compuseram o quadro que deu margem a uma crescente vulnerabilidade, explicitada quando da crise cambial iniciada na Tailândia, e que logo contaminou os demais países da região, com destaque para o caso coreano, cuja estrutura econômica era (e é) muito mais profunda e desenvolvida que vários de seus vizinhos do leste e, principalmente, do sudeste asiático (ADB, 2005, BIS, 2005).

Entre 1997 e 2001, a região digeriu a crise ampliando exportações o que permitiu, salvo na retração do mercado eletrônico, em 2001, resultados excepcionais em transações correntes. Já na conta capital, verificou-se uma saída líquida de recursos – inclusive com uma queda no ritmo de expansão dos investimentos, mesmo no caso chinês. O crescimento dependeu fortemente de políticas fiscais e monetárias mais acomodatórias e do *drive* exportador. Ademais, os superávits em transações correntes mais do que compensaram os déficits nos fluxos de capitais permitindo uma persistente recomposição dos níveis de reservas externas. A partir de 2002, o resultado global do balanço de pagamentos – que passou de 3,1% em 2001, para 9,3% do PIB, em 2004 – e o nível de recomposição das reservas – que é a contrapartida contábil daquele resultado – passaram a ocorrer de uma forma que não encontra precedentes na história recente da economia internacional (World Bank, 2005).

A China tem sido o motor do cada vez mais intenso processo de integração comercial e financeira da região asiática. Em termos mais amplos, o crescimento chinês respondeu por ¼ da expansão do comércio mundial em 2002 e 2003, e por cerca de 15% em 2004, um ano marcado por uma sensível recuperação da demanda mundial. O efeito-China tem se manifestado no aumento na

demanda internacional de *commodities*²³, o que contribuiu para uma forte expansão nos preços dos produtos agrícolas e minerais nos últimos três anos. Aqui, quando se toma em perspectiva o comércio intra-regional, deve-se ressaltar a complementaridade entre a estrutura produtiva e comercial da China com os demais países da região. Assim, por exemplo, no setor agropecuário a China é exportadora de produtos temperados para os países da ASEAN²⁴, enquanto importa produtos tropicais. Este fato vem garantindo a viabilização do acordo de cooperação que tem por objetivo criar uma área de livre comércio China-ASEAN, a ser implementada entre 2010 e 2015. Nesse processo, foram reduzidos os impostos de importação dos produtos primários de origem agropecuária para níveis entre 0% e 5%. O comércio nesse setor vem crescendo a um ritmo de 15% ao ano entre tais países (World Bank, 2005).

Por outro lado, países com estruturas produtivas mais complexas que a China, como Japão, Taiwan e Coreia, vêm se tornando fontes importantes de suprimento de máquinas e equipamentos que dão sustentação a um ritmo intenso de ampliação dos investimentos no setor produtivo industrial. Capital e tecnologia fluem na forma financeira – via investimento direto externo – ou na importação de equipamentos modernos. Somente quatro economias da região, Hong Kong, Japão, Coreia e Taiwan, vêm respondendo por cerca de 60% do IDE absorvido pela China²⁵. A demanda chinesa por matérias-primas e equipamentos fica patente no fato de suas importações passarem de uma média mensal de US\$ 20 bilhões no começo de 2002, para mais de US\$ 50 bilhões/mês no final de 2004, início de 2005. Para se colocar em perspectiva, a China importa em um mês e meio o que o Brasil importa em um ano. Segundo as estimativas do Banco Mundial, entre 2002 e 2004 as importações chinesas foram responsáveis por metade do crescimento das exportações dos demais países da região (World Bank, 2005:17). Por outro lado, a presença cada vez mais forte das exportações chinesas em terceiros mercados tem se revelado um importante desafio tanto para os países que apresentam vantagens comparativas semelhantes às chinesas, pela abundância relativa de mão-de-obra barata, quanto para países como a Coreia que dependem sensivelmente do *drive* exportador em manufaturados mais sofisticados²⁶.

Assim, a consolidação da China como motor de transmissão regional dos impulsos de crescimento vindos do ocidente está configurando um novo quadro de integração das economias asiáticas o que, por um lado, amplia os riscos de “efeito-contágio” no caso de uma reversão da conjuntura externa, e por outro, cria espaço para (em um futuro que ainda não pode ser visualizado)

²³ Para se tomar um dos exemplos mais expressivos, basta lembrar que a China foi responsável por 1/5 da demanda mundial por produtos minerais em 2004. Ademais, o crescimento anual de sua demanda esteve na casa dos 16% entre 1997 e 2004, o que representou 60% da procura mundial naquele período (World Bank, 2005: 22).

²⁴ Association of South-East Asian Nations (Associação das Nações do Sudeste Asiático).

²⁵ Dados de Prasad & Wei (2005: 41). Em 2003, por exemplo, 33% do IDE originou-se em Hong Kong, 9,4% no Japão, 8,4% na Coreia, e 6,3% em Taiwan. É importante observar que por ser uma praça financeira internacional, uma parcela não desprezível do IDE de Hong Kong representa, em última instância, capitais da própria China e de terceiros países que fazem arbitragem regulatória com vista a obtenção de vantagens tributárias.

²⁶ Rajan (2005) analisa os aspectos de complementaridade e concorrência entre China e os demais países da região.

a emergência de um novo bloco geopolítico mais orgânico. Há, desde a crise financeira, um esforço crescente de institucionalização da cooperação econômica, tanto no comércio, quanto nas finanças. Medidas recentes, como os acordos de swap da Iniciativa de Chiang Mai, os “Asian Bond Market Initiatives” – uma série de medidas voltadas ao aprimoramento dos mercados de capitais da região, com o intuito de viabilizar a fixação das poupanças na região – e a idéia de criação de um Fundo Monetário Asiático (inicialmente esboçada pelos japoneses em 1997, e retomada pelo Banco Asiático de Desenvolvimento, em 2005), além de diversos acordos de livre comércio, vêm dando vida ao que se pode perceber com a busca politicamente consciente de se ampliar margens de manobra para a realização de estratégias desenvolvimentistas em um novo ambiente de globalização econômica com predomínio das finanças privadas.

Os anteriores reforçam nossa concepção de “diplomacia do yuan fraco”, na medida em que a gestão da taxa de câmbio e dos fluxos financeiros globais guarda uma relação estreita com a necessidade de se manter o ritmo de crescimento acelerado e inserção pragmática na economia globalizada. Pode-se inclusive especular sobre a emergência de uma nova fase da internacionalização chinesa. No quarto de século que se seguiu à abertura promovida por Deng Xiaoping, tratava-se priorizar a absorção de capitais (na forma de investimentos diretos e não de dívida) e tecnologia, além de ampliar a geração de divisas por meio do comércio internacional. Com uma capacidade para exportar mais robusta, a China pôde minimizar o temor da escassez de alimentos e matérias-primas, o que seria um limite objetivo à continuidade do crescimento. Em uma “fase dois” o país parte para a internacionalização de seus capitais e da sua moeda. Desde 2001 o governo vem estimulando os investimentos internacionais das estatais em áreas estratégicas, bem como permitindo que seus vizinhos utilizem o *yuan* para liquidar pagamentos no comércio bilateral regional. Assim, na “fase um”, a manutenção da moeda “subvalorizada” em termos do dólar norte-americano funcionava como um apoio adicional ao *drive* exportador. Na “fase dois” a moeda chinesa segue mirando o dólar, porém não se pode descartar a funcionalidade do fortalecimento do *yuan* em linha não só com o crescimento da produtividade local como, também, da internacionalização dos capitais chineses²⁷.

3. A China e os Desequilíbrios de Pagamentos Internacionais

Na virada do milênio eram evidentes os sinais de que a economia internacional caminhava sobre uma linha tênue: de um lado, a crescente internacionalização e o otimismo em torno das virtudes do crescimento em um ambiente de inovações tecnológicas e desregulamentação dos mercados; de outro, a percepção de que a globalização em curso não se revelava capaz de criar condições mais amplas de acesso à prosperidade para os países periféricos. Desde 1997, os

²⁷ Está é uma afirmação ainda especulativa, mas que deve pautar nossos esforços futuros de compreensão da estratégia chinesa.

mercados financeiros mostravam-se retraídos, especialmente no que se refere ao direcionamento de recursos para os países em desenvolvimento. A crise asiática havia se tornado um ponto de inflexão, na medida em que fez crescer o questionamento de algumas das ilusões anteriores acerca das virtudes da globalização financeira. Depois dela não se poderia mais ignorar que o ambiente de globalização das finanças era suscetível a movimentos de contração capazes de afetar mesmo economias com um histórico de estabilidade macroeconômica e crescimento sustentável. As recorrentes crises financeiras, que atingiram os principais mercados emergentes – Coréia do Sul, Tailândia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Rússia, Brasil, Argentina, Turquia, para citar alguns – e os países centrais – a quebra do fundo de investimentos norte-americano *Long Term Capital Management* e o estouro da bolha acionária nos EUA, entre 2000 e 2003, em meio a vários escândalos corporativos – levaram muitos analistas a sugerir que a economia global poderia estar próxima de uma grave crise sistêmica, semelhante à dos anos 1930²⁸. A tensão geopolítica do período que se seguiu aos ataques de 11 de setembro reforçou a leitura de que poderíamos estar entrando em uma nova era de instabilidade, muito distante das promessas de um “fim da história” (Fiori, 2004).

Todavia, apesar da contração do crescimento da renda e do comércio entre os anos de 2001 e 2003, o mundo não experimentou nenhuma crise sistêmica. Pelo contrário, já a partir de meados de 2003 a economia internacional demonstrava estar em uma trajetória sólida de recuperação. Depois da retração no ritmo de crescimento de seus principais pólos dinâmicos, os elevados estímulos fiscais e monetários nas economias centrais, especialmente nos EUA, garantiram o quadro atual de recuperação, cujo ápice se deu em 2004. Verificou-se ali uma convergência de fatores positivos, com destaque para: (i) o maior nível de crescimento do PIB mundial desde 1976; (ii) uma forte expansão do comércio internacional, tanto em termos de volume quanto, principalmente, de preços; e (iii) uma abundante liquidez financeira, que favoreceu a manutenção de um ambiente global de baixas taxas de juros reais. As perspectivas para 2005 e 2006 sinalizam para a manutenção de estímulos ao crescimento, ainda que não nos níveis verificados em 2004 (IMF, 2005, 2005b).

A gestão macroeconômica contra-cíclica dos países centrais, mais intensa nos Estados Unidos, pavimentou o caminho da recuperação, mas criou, em paralelo, as condições de reprodução de um conjunto de desequilíbrios que hoje ameaçam a continuidade do ambiente corrente de relativa estabilidade macroeconômica e crescimento elevado. As baixas taxas de juros e a redução de impostos vêm alimentando a expansão dos gastos privados na economia norte-americana. Os níveis de endividamento são preocupantes (Papadimitriou *et al.*, 2005), e os preços de diversos ativos financeiros, especialmente os imóveis²⁹, também estão crescendo em um ritmo que vem

²⁸ Um exemplo típico é Krugman (1999). Ali podem ser encontradas as referências desse “debate”.

²⁹ Em 2004, a variação anual dos preços dos imóveis atingiu níveis recordes nos EUA, sendo também altista em vários outros países (BIS, 2005).

sendo apontado como insustentável até mesmo pelo FED, como sugere um recente pronunciamento de seu *chairman* (Greenspan, 2005). No *front* externo tais desequilíbrios se manifestam nos elevados déficits em conta corrente dos EUA, que passaram de um patamar abaixo de 2% do PIB, no começo dos anos 1990, para 4%, no final da década, atingindo 6% no ano de 2004. E sua tendência segue sendo de alta³⁰. No atual ciclo político o déficit externo vem sendo acompanhado por déficits fiscais também crescentes, dados os significativos estímulos de redução de impostos e ampliação de gastos ocorridos depois de 2001. A volta dos “déficits gêmeos” tem colocado em debate a qualidade (no futuro) da dívida pública norte-americana, cujo nível corrente vem se aproximando velozmente de patamares mais típicos das economias periféricas. Mussa (2005) sugere que mantida a trajetória atual de desequilíbrios em conta corrente, a dívida externa líquida dos EUA poderia chegar a 100% do PIB em pouco mais de duas décadas, ou seja, um nível quatro vezes superior ao atual (cerca de 25% do PIB).

Em uma perspectiva mais ampla, verifica-se, nos EUA, que as famílias e empresas também apresentam níveis recordes de endividamento, o que caracterizaria a emergência de uma situação de elevada fragilidade financeira.³¹ O modelo de crescimento liderado pelo consumo e amparado por um elevado endividamento se traduziria em estímulos à produção mundial em regiões emergentes, que passaram a absorver, nas últimas duas décadas, uma parcela crescente da capacidade produtiva mundial. A contrapartida para a ampliação da posição devedora líquida dos EUA³² estaria no aumento da posição credora do resto do mundo, implicando “exportação de poupança” por parte de economias centrais e periféricas (Bernanke, 2005). Países estruturalmente superavitários, especialmente em conta corrente, como Japão, China, Coreia do Sul, outras economias asiáticas emergentes, os países da região do Euro, exportadores de petróleo e, desde 2003, os latino-americanos, vêm financiando os “déficits gêmeos” norte-americanos pela reconversão de seus superávits externos em reservas, as quais são aplicadas em ativos financeiros denominados em dólares norte-americanos. Os Bancos Centrais dos países asiáticos vêm desempenhando um papel de destaque nesse processo.

Assim, a questão dos déficits em conta corrente dos EUA aparece na linha de frente do debate atual sobre os desequilíbrios de pagamentos da economia internacional. Há aqui algumas linhas distintas de argumentação. Dooley *et al.* (2003) e Dooley & Garber (2005) são dois exemplos ilustrativos dos vários trabalhos recentes desses autores, cujo argumento central é o de que os

³⁰ Há projeções de déficits em conta corrente na ordem de 9% do PIB até 2007 (Goldstein, 2005, Roubini & Setser, 2005).

³¹ Papadimitriou *et al.* (2005) realizam uma análise detalhada do endividamento norte-americano a partir de um referencial teórico que valoriza a tradição keynesiana-minskyana.

³² Goldstein (2005) lembra que em meados dos anos 1970, a posição credora líquida dos EUA (ativos líquidos) equivalia a 25% do PIB. Em 2004, aquela posição tornou-se devedora em 25% do PIB. Os cenários projetados por Mussa (2005), que consideram a manutenção de déficits em conta corrente em cerca 3% do PIB, implicariam em elevação dos passivos líquidos (dívida externa líquida) dos EUA para 50% do PIB, nível em que se estabilizariam. Caso os déficits em conta corrente permaneçam na trajetória atual, a dívida externa líquida poderia chegar a 100% do PIB.

déficits externos dos EUA são uma fonte de estímulo ao desenvolvimento de regiões emergentes, especialmente na Ásia e, particularmente, da China. Eles seriam sustentáveis por um longo período de tempo, na medida em que a estratégia desenvolvimentista asiática comportaria a absorção de ativos denominados em dólares na forma do acúmulo de reservas internacionais, de modo a “financiar” o *boom* importador dos EUA. No lado real da economia mundial, o deslocamento, via investimento direto externo, de parte crescente da capacidade produtiva antes localizada nos países centrais para tais regiões periféricas, criaria uma certa rigidez na reversão dos déficits externos dos EUA, mesmo em um contexto de mudanças de preços relativos – por meio de uma depreciação na taxa de câmbio real e efetiva do dólar. Em contrapartida, consumidores e empresas norte-americanas, poderiam manter níveis elevados de gasto e, assim, de “bem-estar”, sem que isso se traduza em (maiores) pressões inflacionárias domésticas, incorporando os benefícios da produção de manufaturas em países com menores custos de mão-de-obra. Essa linha de argumentação vem sendo denominada de hipótese Bretton Woods II (HBW II, de agora em diante), na medida em que sugere a estruturação implícita de uma certa ordem monetária internacional, com as moedas dos países periféricos gravitando, cada vez mais, ao redor do dólar.

Por outro lado, tem predominado entre alguns analistas a perspectiva que considera os crescentes déficits dos EUA um elemento potencialmente desestabilizador de uma conjuntura global que se revela excepcionalmente favorável desde 2003³³. Aqui, cresce o consenso de que o ajuste para os “desequilíbrios” globais passaria por um realinhamento de moedas, no qual os países asiáticos, notadamente a China, deveriam aceitar uma maior flexibilidade em suas taxas de câmbio. A valorização da moeda chinesa (frente ao dólar) viria a se somar à apreciação de outras moedas, como o euro, permitindo uma depreciação mais significativa da taxa de câmbio real e efetiva do dólar o que, por sua vez, garantiria uma acomodação dos desajustes comerciais bilaterais, pelo aumento das exportações líquidas dos EUA. Goldstein (2005) e Mussa (2005) calculam que a taxa de câmbio real e efetiva do dólar deveria se depreciar em cerca de 35% (tomando-se por base os níveis do começo de 2002) para que o déficit em conta corrente dos EUA recuasse para algo em torno de 3% do PIB. Como até meados do primeiro semestre de 2005, a queda real do dólar teria sido da ordem de 15% apesar da depreciação nominal de quase 50% de divisas-chave importantes como o euro, e como as moedas asiáticas representam cerca de 40% do índice de câmbio real do dólar (calculado pelo FED e pelo índice do JP Morgan), haveria de se esperar que um realinhamento de moedas tendesse a penalizar mais os asiáticos de agora em diante.

Os países que estão sendo pressionados para absorver os novos ajustes cambiais, e aqui o caso chinês segue na linha de frente, passaram a argumentar que a origem dos “desequilíbrios”

³³ Alguns exemplos nesse sentido são Bergsten (2004), IMF (2005, cap. 3), Roubini & Setser (2005), Eichengreen (2004), Frankel (2005), Summers (2004) e Goldstein (2005).

estaria não em suas políticas macroeconômicas “defensivas” ou “mercantilistas”, mas sim no baixo nível de poupança norte-americana – o que é um eufemismo para o “excesso de gasto”. Por essa ótica a correção viria, principalmente, de um ajuste fiscal do governo dos EUA e de um aumento da poupança privada³⁴. Em uma tentativa de compor os argumentos em torno do realinhamento de moedas e do ajuste nos níveis de gastos das economias-chave, Mussa (2005), Goldstein (2005), IMF (2005) e BIS (2005), dentre outros, enfatizam a necessidade de se combinar aquelas políticas. Assim, para se criar as condições propícias para a emergência de uma trajetória “suave” de correção dos desequilíbrios de pagamentos da economia internacional seria necessário, simultaneamente: (i) a mudança no nível de gasto do “resto do mundo” – ou dos parceiros comerciais dos EUA, especialmente com a aceleração do crescimento europeu e japonês, e, eventualmente, menor demanda doméstica norte-americana; e (ii) ajustes de composição dos gastos, via mudanças de preços relativos – depreciação real do dólar.

Mais preocupada com a preservação dos atuais impulsos favoráveis aos países em desenvolvimento, a UNCTAD (2005) aponta uma parcela maior de “culpa” para a discrepância entre as taxas de absorção das economias centrais³⁵ e rejeita o ajuste deflacionário que tanto uma contração brusca da demanda doméstica americana como uma forte valorização unilateral da moeda chinesa representariam. A ênfase é sobre o caráter coordenado do ajuste mais adequado, que buscasse uma divisão mais justa dos custos, à moda do Acordo do Plaza de 1987 mas com a devida participação de alguns países emergentes. Nesta perspectiva, a apreciação do *yuan*, se necessária, deveria ser acompanhada por ajustes – regionais e globais – nas taxas de câmbio e nos ritmos de crescimento.

Há, também, respeitados analistas norte-americanos³⁶ que vêm se refugiando na tese de que há um problema global de “excesso de poupança” que busca abrigo em ativos denominados em dólares, de modo que os EUA seriam passivos no processo de criação de desequilíbrios de pagamentos. Bernanke (2005) analisa os desequilíbrios das contas externas dos EUA assumindo que há um problema global de “excesso de poupança” (*global saving glut*). Para o então diretor do FED, a economia norte-americana estaria absorvendo aquele problema, não estando em sua origem. O excesso de poupança se originaria, principalmente de: (i) questões demográficas dos países centrais (envelhecimento da população); (ii) do aumento do preço do petróleo (o que geraria uma transferência de renda para os países exportadores dessa importante *commodity*); e (iii) das

³⁴ O debate aqui retoma os contornos verificados na primeira metade dos anos 1980, quando os EUA pressionavam Japão e Alemanha para assumirem o ônus do ajuste dos desequilíbrios nos balanços de pagamentos. A desvalorização coordenada do dólar, depois do Acordo do Plaza, foi uma das respostas mais evidentes da tensão política da época.

³⁵ Japão e Alemanha somados corresponderam, nos últimos anos, a cerca de 30% do superávit total em conta corrente no mundo, enquanto a contribuição chinesa não chega a 8%.

³⁶ Bernanke (2005) expôs esse argumento de forma contundente. Dooley & Garber (2005) o tomam como um elemento acessório em sua análise da hipótese Bretton Woods II. O capítulo II de IMF (2005b) contesta essa tese, enfatizando a fraqueza nas taxas de investimento mundo afora.

estratégias defensivas dos países periféricos nesse período (pós-crise asiática) de crises financeiras e volatilidade dos mercados, caracterizadas pela geração de superávits em conta corrente e acúmulo de reservas.

Por qualquer linha de argumentação, ao se considerar os desequilíbrios de pagamentos um problema a ser corrigido em um horizonte relativamente próximo, abre-se espaço para a avaliação dos possíveis impactos de um ajuste global de preços – juros e câmbio das principais moedas – e quantidades – mudanças na demanda induzidas, por exemplo, por alterações na política fiscal dos EUA. Dentre outros aspectos, há uma ênfase nos efeitos esperados: (i) de um aperto fiscal nos EUA capaz de promover a redução dos gastos públicos e privados, o que afetaria negativamente as exportações de terceiros países; (ii) de mudanças súbitas e/ou mais intensas do que o projetado pelas expectativas correntes dos investidores nos preços de importantes ativos financeiros, especialmente a partir da elevação nos juros curtos e longos dos EUA³⁷; (iii) o que poderia ampliar a aversão ao risco dos investidores internacionais e, assim, reverter o quadro recente de recomposição da liquidez financeira para os países periféricos; e (iv) a capacidade de mudanças de preços relativos induzidas pela queda na taxa de câmbio real e efetiva do dólar – agora com o estímulo de uma valorização do *renminbi* – em reverter o quadro de desequilíbrios nos pagamentos internacionais. É importante lembrar que o ajuste nos mercados de ativos financeiros poderia ocorrer em função da perda de um movimento mais amplo de confiança no dólar, dadas as estratégias de recomposição de portfólio dos detentores dos instrumentos de dívida emitidos nos EUA.

As tensões correntes que ligam as economias centrais às periféricas repõem, tanto na dimensão comercial, quanto, principalmente, na esfera financeira, o desafio da busca de estratégias alternativas de inserção na economia global. Esta vem se caracterizando pela recorrência de ciclos de expansão e contração da liquidez financeira o que, por sua vez, cria ondas de crescimento real e financeiro nos países receptores de capital, cujos declínios posteriores, quando dos movimentos de refluxo daqueles capitais, geram graves crises econômicas e sociais. A posição financeira externa das economias periféricas é particularmente sensível aos movimentos exogenamente determinados de expansão e contração da liquidez nos mercados financeiros dos países centrais, bem como ao perfil de composição das carteiras dos seus investidores. Movimentos de “fuga para qualidade”, provocados por um aumento na aversão ao risco dos investidores e/ou na ampliação das taxas de retorno de papéis de maior qualidade emitidos no centro do sistema provocam fortes oscilações nos mercados financeiros domésticos dos países em desenvolvimento.

³⁷ Cá está uma das aparentes “anomalias” dos mercados financeiros globais. O *conundrum* da taxa de juros norte-americana foi explicitado por Stephen Roach em “The Real Interest Rate Conundrum”, January, 18, 2005 – Morgan Stanley Global Economic Forum (www.morganstanley.com). Trata-se da questão dos reduzidos níveis da taxa real de juros e do aparente descolamento dos movimentos de elevação das taxas curtas do FED (*policy rate* dos Fed Funds) com respeito às taxas longas dos T-bonds.

4. A Gestão da Moeda e a Nova Política Cambial

No dia 21 de julho de 2005³⁸, o Banco do Povo da China anunciou que o país passaria a adotar um regime de flutuação administrada para o *yuan* tendo por base uma cesta de moedas. Abandonava-se, assim, a política de mais de uma década de fixação do valor da moeda chinesa em termos do dólar, com a cotação RMB 8,27 desde 1997³⁹. A partir de julho, o *yuan renminbi* passou a poder flutuar⁴⁰ dentro de uma banda estreita (inicialmente em 0,3%). Isto pode implicar em movimentos mais largos com respeito às moedas que individualmente compõem a cesta, como o dólar. Até agora, a ponderação exata de cada moeda naquela cesta foi apenas sugerida por declarações oficiais, levando analistas de mercado a acreditarem que o dólar responderá por cerca de 45%, com o iene participando com 20% e o euro com 15%. Além da participação de cada país no comércio exterior chinês⁴¹, também teria sido levado em conta aspectos financeiros, tais como o perfil da dívida externa da China em termos de denominação monetária, bem como a origem dos fluxos de investimento externo, que tem sido a forma predominante de absorção de capitais (Len, 2005, Prasad & Wei, 2005). Conforme vimos no item anterior, tanto do ponto de vista do comércio, quanto dos fluxos financeiros, o peso de um “bloco do dólar”, composto pelos EUA e por economias que atrelam o valor de suas moedas ao dólar, *de jure* ou *de facto*, além da participação crescente dos países da região do Pacífico Asiático, estão na base da cesta que aos poucos vai sendo revelada pelas autoridades chinesas.

Os objetivos oficiais da reforma no regime cambial parecem dar conta de responder às pressões advindas do governo e do Congresso dos EUA, que, por sua vez faziam eco a interesses privados, financeiros e não financeiros, em torno de uma eventual valorização da moeda chinesa frente ao dólar. Assim, o anúncio do BPoC fala em “... aprimorar o sistema de economia socialista de mercado na China, capacitando os mercados de desempenharem de forma plena a alocação dos recursos ...”⁴² e garantir “maior flexibilidade” na relação entre o dólar e o *renminbi* (RMB). Por outro lado, o BPoC manteve o compromisso de atuar no mercado em função de uma estratégia econômica mais ampla, o que fica explícito quando anuncia que “... irá fazer ajustes na banda

³⁸ A Malásia fez o mesmo movimento, abandonando o câmbio fixo e adotando uma flutuação administrada. De acordo com o FMI (IMF, 2005c) as economias asiáticas têm se preocupado em não “descolar” o valor de suas moedas com respeito ao *yuan* para não perder competitividade nos mercados ocidentais.

³⁹ É importante lembrar que a opção chinesa de não desvalorizar o *yuan* quando da crise asiática foi um elemento estabilizador da região (Medeiros, 2005, Prasad e Wei, 2005).

⁴⁰ Entre o final de julho de 2005 e a primeira quinzena de agosto, o *yuan* flutuou entre RMB 8,1128 e RMB 8,0980 por dólar, centrando-se em 8,11. Ver: “Economic review: China deepening reform of RMB exchange rate”, People’s Daily – www.peopledaily.com.cn, em 16/08/2005 (acessado a partir do site www.aric.adb.org, em agosto de 2005).

⁴¹ Na média do período 2001-2003, Japão e EUA participaram com um pouco mais de 15% da corrente de comércio chinesa (que foi de US\$ 850 bilhões ou 60% do PIB, em 2003), com os países da região do Euro respondendo por cerca de 10%, e a Coreia do Sul com 7%. Estimativas do autor com base no Asian Development Bank Key Indicators 2004 (acessado em julho de 2005 no site http://www.adb.org/Documents/Books/Key_Indicators/2004/default.asp)

⁴² Public Announcement of the People’s Bank of China on Reforming the RMB Exchange Rate Regime – <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6400&id=542>. July 21, 2005. Acessado em agosto de 2005.

cambial do RMB sempre que necessário de acordo com os movimentos de mercado e, também, a situação econômica e financeira.”. Assim, o BPoC se considera responsável por “... manter a taxa de câmbio do RMB basicamente estável em um nível adaptativo e de equilíbrio, de modo a promover o equilíbrio do balanço de pagamentos e assegurar a estabilidade macroeconômica e financeira.”

Há nessa nova estratégia chinesa um reconhecimento de que os superávits em conta corrente e na conta capital podem agravar o quadro de desequilíbrios no comércio internacional, com um potencial político de provocar retaliações sobre o país. Os elevados níveis de reservas oficiais - que atingiram a marca de US\$ 818,9 bilhões ao final de 2005, tendo crescido US\$ 208,9 bilhões ao longo do ano - atestariam o movimento interno de absorção dos superávits no balanço de pagamentos e sustentação no antigo regime de câmbio fixo com referência no dólar. A opção de ligar o *yuan* a uma cesta de moedas, enfatizando o caráter “gradual” e “adaptativo” do novo sistema, parece revelar a preocupação do governo chinês em equilibrar tensões que são contraditórias. No *front* externo a pressão pela valorização do *yuan* frente ao dólar manifesta-se no plano comercial e diplomático, especialmente nas ameaças de retaliações protecionistas dos EUA. Ademais, os influxos crescentes de capitais de curto prazo posicionados nos mercados futuros em torno de apostas em um *yuan* forte vêm adicionando um elemento especulativo ao processo corrente de ajuste cambial.. Tal influxo de recursos – que explica grande parte do ritmo inédito de acumulação de reservas⁴³ e dificulta a operação da política monetária – tornava crescente o descolamento entre a antiga cotação oficial do RMB e o seu valor nos mercados futuros.

Por outro lado, no plano interno, havia de se compatibilizar um eventual fortalecimento da moeda doméstica com o equilíbrio do sistema financeiro. Nos últimos anos os bancos chineses foram capitalizados com ativos financeiros denominados em dólares. Com isso, uma valorização do *yuan* nos níveis desejados em Washington e Wall Street – algo entre 10% e 20% – poderia causar um profundo desequilíbrio patrimonial nos bancos chineses, com efeitos potencialmente desestabilizadores sobre o sistema financeiro, em particular, e o conjunto da economia, em uma perspectiva mais geral. Os exemplos recentes da crise financeira japonesa e de outros países asiáticos, como Coreia, Indonésia e Tailândia, parecem assombrar os líderes da tecnocracia econômica chinesa⁴⁴.

É importante lembrar que praticamente toda a intermediação financeira na China se dá através do sistema bancário. Em meados de 2005, os empréstimos bancários equivaliam a 145% do PIB, e os depósitos a 190% do PIB. Para se colocar em perspectiva, o mercado de títulos de dívida

⁴³ Estudo recente (“Official Reserves and Currency Management in Asia: Myth, Reality and the Future”. Geneva Reports on the World Economy 7, September 2005) mostra que para a China, entre 2001 e 2004, os acréscimos aos estoques de reservas representam mais de 200% dos saldos em conta corrente – o que também é verdade (em menor escala) para outros asiáticos.

⁴⁴ Uma análise detalhada dos riscos envolvidos na (então possível) valorização do *yuan* sobre o sistema financeiro chinês pode ser encontrada em Roubini & Setser (2005b).

tem uma proporção muito menor, 20% do PIB, e é praticamente dominado por títulos públicos. Roubini & Setser (2005) apontam para a elevada inadimplência no setor bancário, estimando a existência de empréstimos problemáticos que podem oscilar entre 30% do PIB (US\$ 570 bilhões) e 50% do PIB (US\$ 770 bilhões). Neste contexto, uma crise bancária teria efeitos profundamente desestabilizadores sobre a economia. Desde 2003, o BPoC capitalizou em US\$ 60 bilhões, três dos quatro principais bancos comerciais estatais – o Banco da Construção, o Banco da China, e o Banco Comercial e Industrial da China. É bem provável que aquele montante tenha sido insuficiente para garantir a solvência do núcleo duro do sistema bancário. Ademais, a capitalização se deu com base em ativos denominados em dólares, transferidos das reservas internacionais. Com isso, quanto maiores os movimentos de valorização do *yuan* frente ao dólar, maiores as perdas potenciais de capitalização do sistema bancário.

Há, também, uma clara preocupação em estabelecer um padrão de crescimento “sustentável”, o que se traduziu no esforço iniciado em 2003 de frear a expansão dos investimentos industriais, que vêm se situando em níveis superiores a 30% ao ano. Tal ritmo gera pressões sobre a infra-estrutura dos principais centros industriais, com impactos adicionais sobre o meio-ambiente, os preços de *commodities* industriais e a capacidade de gestão política do sucesso econômico, para citar algumas áreas enfatizadas pelos *policymakers* chineses (Roubini & Setser, 2005b). Uma certa flexibilidade cambial ampliaria a autonomia da política monetária, e a valorização controlada do *yuan* permitiria reduzir potenciais pressões inflacionárias e ampliar, gradualmente, a participação do consumo doméstico como fonte de crescimento da demanda. O extraordinário desempenho do comércio exterior chinês na primeira metade de 2005 (quase US\$ 40 bilhões de saldo nos primeiros 6 meses, mais do que o resultado para o ano todo de 2004), fruto do descolamento das taxas de crescimento das exportações e importações,⁴⁵ é outro sinal de que havia espaço, do ponto de vista interno, para alguma apreciação cambial. Ao final do ano, o superávit comercial triplicado (US\$ 102 bilhões) confirmaria esta tese – apesar de as exportações crescerem menos do que as importações em novembro e dezembro, sinalizando um possível caminho de redução dos saldos.

Além disso, ao retomarmos o tema dos desequilíbrios de pagamentos na economia internacional, explorado anteriormente, é possível especular sobre alguns possíveis desdobramentos da mudança no regime cambial chinês – recebida imediatamente com entusiasmo por grande parte dos analistas e autoridades nos Estados Unidos: seria, nas palavras de muitos, um *first step* na direção correta. Os passos adicionais de flexibilização e a perspectiva de valorização que a mudança

⁴⁵ Tomando as taxas de crescimento de agosto (contra o mesmo mês do ano anterior), o ritmo das vendas se mantinha em torno dos 30%, enquanto as compras haviam desacelerado, para menos de 20% (um ano antes, ambas as taxas estavam, juntas, próximas a 40%).

anunciada trazia – com as apostas se concentrando em algo como 10% em um ano – faziam vislumbrar um ajuste suave e coordenado para os desequilíbrios globais⁴⁶.

Tal leitura parece um tanto quanto precipitada. No curto prazo, a ênfase no ajuste “gradual” e “adaptativo” do câmbio chinês parece afastar do horizonte uma valorização mais significativa do *yuan* frente ao dólar. Se isso é verdade não parece razoável imaginarmos uma reversão dos déficits comerciais norte-americanos por essa via. No cálculo estratégico da China teme-se uma valorização excessiva ou “descontrolada” do *yuan*, que poderia provocar significativos desequilíbrios patrimoniais no seu sistema financeiro. Além disso, a flutuação da taxa de câmbio ao sabor da oferta e demanda – leia-se maior volatilidade e possibilidades de surtos de apreciação e depreciação – parece, pelo menos no curto prazo, incompatível com a estratégia chinesa de integração na economia regional e global, como visto anteriormente.

Já em um horizonte de médio e longo prazo, há desdobramentos adicionais que devem ser considerados com maior atenção. Com uma ligação menos rígida entre o *yuan* e o dólar, o BPoC poderá ter menos incentivos para manter o ritmo atual de aquisição de ativos emitidos nos EUA para a composição de suas reservas. Em tese, quanto mais flexível um regime cambial, mais os ajustes nos fluxos de divisas se dá por mudanças na taxa de câmbio em detrimento de alterações nos níveis de reservas. Tal cenário pode gerar um afrouxamento – mesmo que parcial – na atual simbiose entre as economias norte-americana e chinesa, e que está na base da tese otimista de Dooley *et al.* (2003) onde os déficits externos dos EUA poderiam ser facilmente financiados pelos bancos centrais da Ásia. Não que desapareça o interesse desenvolvimentista da China e das demais economias asiáticas em garantir do crescimento baseado no consumo (e no endividamento) dos EUA. Mas, sim, porque uma eventual redução no ritmo de aquisição asiática de ativos denominados em dólares, especialmente de dívida pública, poderá contaminar os mercados de dívida, o que poderia levar a: (i) uma elevação mais intensa dos juros longos; e/ou (ii) um ajuste fiscal mais forte, capaz de sinalizar para a solvência dos papéis governamentais dos EUA.

A hipótese anterior ampliaria a possibilidade de uma reversão no quadro atual de expansão na demanda agregada dos EUA, com efeitos potencialmente contracionistas sobre a economia internacional e, em alguma medida, o enfraquecimento das tendências amplamente favoráveis aos países em desenvolvimento hoje em curso. O elevado nível de endividamento das famílias, empresas e governos nos EUA (Papadimitriou *et al.*, 2005) tornam a sua economia

⁴⁶ Os economistas ouvidos pela Reuters (China revalues yuan 2.1 percent, 21/07/2005) diziam que o importante era a mudança e não sua dimensão neste primeiro momento; enquanto o secretário do Tesouro americano comemorava a entrada no *right path* e o porta-voz do FMI falava em disposição para cooperar na “contínua evolução” do regime cambial, em direção à maior flexibilidade. N. Roubini entendia a mudança como o início do desmonte (ordenado) de BW II, que sinalizava a tomada de consciência por parte da China de suas responsabilidades no re-equilíbrio global (The Wall Street Journal Online, Econoblog, “Whither the Yuan?”, 21/07/2005, <http://online.wsj.com>), Já S. Roach, mesmo alertando para os riscos ainda subjacentes, projetava os desdobramentos futuros da mudança com uma perspectiva bastante otimista (Global: An Awesome Move by China. Morgan Stanley Global Economic Forum, 22/07/2005).

significativamente sensível a mudanças abruptas no arranjo corrente de juros baixos e expansionismo fiscal. Ainda que o crescimento da economia chinesa e o *yuan* forte possam, no futuro, ampliar (ainda mais) o papel da China como fonte global de demanda, a possibilidade de uma retração mais intensa da economia norte-americana seguirá ditando os humores dos mercados financeiros e o potencial de crescimento da economia mundial.

Por fim, é importante destacar uma vez mais que ao lado da política cambial, o governo chinês tem procurado manejar de forma pragmática a gestão dos fluxos financeiros. Há incentivos tributários para a atração de IDE, ao mesmo tempo que várias restrições para o seu direcionamento interno e para a constituição de passivos internacionais em instrumentos de dívida. É bem verdade que no período recente os créditos comerciais têm crescido de importância. Ademais, gastos diversos vem sendo flexibilizados, como em turismo e aquisição de ativos no exterior, especialmente por estatais chinesas em setores considerados estratégicos. Depois da crise financeira de 1997-1998, a burocracia estatal optou por abandonar a meta de plena conversibilidade da conta capital e trabalha em ajustes pontuais que também buscam equilibrar as tensões provocadas pela necessidade de dar continuidade à internacionalização e modernização do país e os riscos associados à instabilidade dos mercados financeiros (Prasad e Wei, 2005).

5. Considerações Finais

Ao longo desse trabalho procuramos analisar alguns elementos da política chinesa de regulação da taxa de câmbio e dos fluxos de capitais, com o intuito de nos aproximarmos da temática mais ampla das relações entre política e economia no processo de modernização da China contemporânea. Argumentamos que a implementação recente do novo regime de câmbio administrado reflete a tendência de subordinação da política econômica aos determinantes da estratégia desenvolvimentista de longo prazo. Essa, por sua vez, traduz a opção de afirmação política da nação (e civilização) chinesa nos marcos de uma nova ordem internacional em gestação, onde as ilusões de um pretenso “fim da história” – com a consolidação de uma liderança incontestada dos EUA – parecem perder força a cada dia.

Assim, a “flexibilização” do *yuan* aparece como um movimento tático da China em seu esforço estratégico de manter uma bem-sucedida trajetória de modernização e crescimento econômico. É nesse sentido que a “diplomacia do *yuan* fraco” deve ser compreendida. Não se trata de uma insinuação sobre um certo nível de equilíbrio para a taxa de câmbio real, desde logo um tema que não encontra consenso na literatura empírica. O que procuramos demarcar é que o valor externo do *yuan* e a gestão dos fluxos de capitais são determinados, em última instância, pela ponderação entre os objetivos políticos de longo prazo e a necessidade de adaptação às circunstâncias conjunturais de adaptação da China a um ambiente de internacionalização e de

rápidas mudanças estruturais. A burocracia estatal chinesa parece ter consciência de que o país encontra-se em uma situação onde a força (econômica e política) acumulada nos últimos anos ainda não é suficiente para a afirmação dos seus objetivos estratégicos. Há uma fronteira tênue entre “força” e “fraqueza”, o que impõe o pragmatismo na definição das políticas na área econômica.

Expandindo-se em um ritmo anual de 9% no último quarto de século, o país defrontou-se, no período recente, com a necessidade de administrar tensões externas e internas aparentemente contraditórias. Desde fora, as pressões em torno da valorização do *yuan* vinham tanto dos interesses comerciais de quem via na sua política cambial uma fonte adicional de vantagens competitivas, quanto dos interesses financeiros dos que estão apostando nos mercados futuros em um *yuan* forte. Ademais, parte significativa do *establishment* oficial e privado norte-americano passou a canalizar para o “problema chinês” os desconfortos causados pela dimensão externa dos déficits gêmeos, o que eximia a atual administração republicana (no Tesouro) e greenspaniana (no FED) de qualquer culpa pela bolha consumista e pela especulação em diversos segmentos dos mercados de ativos, especialmente em imóveis. No plano interno, uma valorização traria benefícios potenciais na gestão macroeconômica chinesa, ao ampliar a autonomia da política monetária e criar espaço para o desenvolvimento dos mercados financeiros, mais especificamente, dos instrumentos de hedge cambial. Pesando no sentido contrário, estaria o temor de se gerar desequilíbrios patrimoniais nos bancos, além de uma maior abertura para a tomada de posições especulativas na esfera financeira. Ademais, nessa perspectiva mais cautelosa, um *yuan* mais forte e com a cotação crescentemente determinada pelas forças de mercado, também parece ameaçar alguns dos pilares da estratégia de desenvolvimento chinês no último quarto de século.

Em nossa avaliação a China optou por um modelo “gradual” e “adaptativo” de ajuste no *yuan*, que vem sendo percebido como um sinal de “boa vontade” diante das pressões externas. Exploramos nesse artigo o fato de que os desequilíbrios correntes nos pagamentos internacionais vêm sendo amortecidos pela política de aquisição de ativos denominados em dólares realizada pelos bancos centrais asiáticos, com destaque para o Banco do Povo do China. A mudança no regime cambial chinês, mesmo que não se confirme as previsões de um *yuan* consideravelmente valorizado e determinado pelas forças de mercado num futuro próximo, introduz no horizonte de médio e longo prazo a possibilidade daquele arranjo perder vitalidade. Se tal hipótese se verificar, tende a crescer a possibilidade dos EUA terem de ajustar seus desequilíbrios externo e fiscal mediante a elevação do nível de poupança interna – pública e privada –, o que colocaria em xeque o padrão corrente de crescimento liderado pelo consumo e endividamento. Ainda é prematuro afirmar que tal desdobramento é inexorável. Todavia, a China está movendo de forma mais explícita suas peças no xadrez geopolítico e geoeconômico internacional. Não podemos deixar de ficar atentos a tais movimentos, cujas repercussões tendem a transbordar cada vez mais para fora da própria China e

seu entorno, atingindo os mais distintos mercados – de mercadorias e financeiros – dos países centrais e periféricos.

6. Referências Bibliográficas

- ADB. *Asian Development Outlook 2005: promoting competition for long term development*. Manila: Asian Development Bank, 2005.
- BERGSTEN, F. *The IMF and Exchange Rates*. Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate. May 19. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004. Disponível em: www.iie.com (acessado em 31/05/2004).
- BERNANKE, B. *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Washington, DC: Federal Reserve Board, 2005. (acessado em abril de 2005).
- BIJIAN, Z. China's Peaceful Rise to Great Power Status. *Foreign Affairs*, v, 84, n. 5. New York: Council of Foreign Relations, 2005.
- BIS. *75st Annual Report*. Basle: Bank of International Settlement, 2005.
- CEPAL. América Latina y el Caribe Superan Pronósticos Más Optimistas al Crecer un 5,5% en 2004. *Notas de la Cepal, número especial*, enero. Santiago: Comisión para América Latina y Caribe, 2005.
- DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P. *An essay on the revived Bretton Woods System*. NBER Working Paper n. 9971. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003.
- DOOLEY, M. P., GARBER, P. *Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System*. Brookings Panel on Economic Activity, Mar 31-Apr 1, 2005. (acessado em abril de 2005 (http://www.brookings.edu/es/commentary/journals/bpea_macro/forum/papers.htm)).
- DUNAWAY, S., LI, X. *Estimating China's "Equilibrium" Exchange Rate*. IMF Working Paper, 05/2002. Washington, DC: International Monetary Fund, 2005
- EICHENGREEN, B. Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. *NBER Working Papers* 10.497. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004.
- FIORI, J.L. *O Poder Americano*. Petrópolis, Vozes, 2004.
- FLASSBECK, H. China's Spectacular Growth since the Mid-1990s – Macroeconomic Conditions and Economic Policy Changes. In UNCTAD. *China in a Globalizing World*. New York and Geneva: United Nations, 2005.
- FRANKEL, J. On the Renminbi: The choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate. *NBER Working Paper* No. 11274. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2005.

- GOLDSTEIN, M. *What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?* IIE Working Paper 05-7 Washington, DC: Institute for International Economics, 2005. Disponível em: www.iie.com (acessado em agosto de 2005).
- GREENSPAN, A. *Closing remarks* at the symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, august 27, 2005 (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200508272/default.htm> - acessado em agosto de 2005).
- IIF. *Regional Overview: Asia*. Washington, DC: Institute of International Finance, 2005.
- IMF. *World Economic Outlook*, april. Washington, DC: International Monetary Fund, 2005.
- _____. *World Economic Outlook*, september. Washington, DC: International Monetary Fund, 2005b.
- _____. *Asia-Pacific Regional Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2005c.
- JISI, W. China's Search for Satability with America. *Foreing Affairs*, v, 84, n. 5. New York: Council of Foreign Relations, 2005.
- KRUGMAN, P. *The Return of Depression Economics*. New York, W.W. Norton & Company, 1999.
- LEN, S. L.. China Has a Wider Basket Than I Had Thought. *Global Economic Form*, 12th august, 2005. (acessado em agosto de 2005 no site <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050812-fri.html#anchor1>).
- MAHBUBANI, K. Understanding China. *Foreing Affairs*, v, 84, n. 5. New York: Council of Foreign Relations, 2005.
- MEDEIROS, C. A. *A China como um duplo pólo na economia mundial e a recentralização da economia asiática*, 2005 (Trabalho não- publicado).
- MUSSA, M. Sustaining Global Growth While Reducing External Imbalances. In BERGSTEN, F. *The United States and the World Economy: policies for the next decade*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2005.
- NATIONAL INTELLIGENCE COUNCIL. *Mapping the Global Future*. Washington, DC: National Intelligence Council, 2005.
- RAJAN, R. Foreign Direct Investment and the Internalization of Production in Asia-Pacific Region: issues and policy conundrums. *Asia-Pacific Trade and Investment Review*, v.1, n.1, april, 2005. Bangkok, Thailand: United Nation Economic and Social Commission for Asia and the Pacific.
- RAMO, J. C. *The Beijing Consensus*. London: The Foreign Policy Centre.
- RODRIK, D. Growth Strategies. In AGHION, P., DURLAUF, S. (eds.). *Handbook of Economic Growth*, North-Holland, 2005.
- (2003). Growth Strategies. (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>)

- ROUBINI, N., SETSER, B. *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006*, New York University, fev 2005 (acessado em fevereiro de 2005 no site: <http://www.rgemonitor.com>).
- _____. *The China Trip*, 2005b (acessado em junho de 2005 no site: <http://www.rgemonitor.com>).
- PAPADIMITRIOU, D.B., SHAIKH, A., SANTOS, C. H., ZEZZA, G. *How Fragile is the U.S. Economy?* Strategic Analysis, march. New York: The Levy Economic Institute of Bard College, 2005 (www.levy.org).
- PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S., KOSE, M. A.. *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, 2003. (www.imf.org)
- PRASAD, E., WEI, S. *The Chinese Approach to Capital Inflows: patterns and possible explanations*. IMF Working Paper, 05/79. Washington, DC: International Monetary Fund, 2005.
- SUMMERS, L. H. *The United States and the Global Adjustment Process*. Speech at the Third Annual Stavros S. Niarchos Lecture. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004.
- UNCTAD. *Trade and Development Report*, 2005. Geneve: United Conference on Trade and Development, 2005.
- WORLD BANK. *AEP Regional Overview*, april. Washington: World Bank, 2005.
- ZWEING, D., JIANHAI, B. China's Global Hunt for Energy. *Foreing Affairs*, v, 84, n. 5. New York: Council of Foreign Relations, 2005.
- ZYSMAN, J. *Government, Markets and Growth: financial systems and politics of industrial change*. Ithaca: Cornell University Press, 1983.