

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC

Centro Sócio Econômico

Departamento de Ciências Econômicas e Relações Internacionais

ELDER MAURICIO SILVA

Esterilização Monetária na China: Período de 2004 a 2010

Florianópolis, 2013

ELDER MAURICIO SILVA

Esterilização Monetária na China: Período de 2004 a 2010

Monografia apresentada ao departamento do
Curso de Ciências Econômicas da Universidade
Federal de Santa Catarina para obtenção do título
de bacharel em Ciências Econômicas.
Orientador: Prof^o. Roberto Meurer

Florianópolis

2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,5 ao aluno Elder Mauricio Silva na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Roberto Meurer
Orientador

Eraldo Sérgio Barbosa da Silva
Professor avaliador

Guilherme Valle Moura
Professor avaliador

Julgado em: 25/02/2013

RESUMO

Este estudo tem como objetivo verificar como se desenvolveu a esterilização monetária na China entre 2004 e 2010, analisando as ferramentas utilizadas pelo Banco Central Chinês e as políticas por ele adotadas com a finalidade de proteger a economia doméstica da entrada excessiva de dólares. Assim, com a crescente inserção da economia chinesa no comércio global as decisões tomadas em Pequim impactam diretamente outras nações, de modo que assuntos como o regime cambial chinês e a inserção da moeda chinesa no mercado internacional tornam-se assuntos relevantes e de crescente destaque no debate internacional. Ainda, ao analisar as práticas adotadas pelo Banco Central Chinês para contornar seus desafios, verificou-se que o mesmo utiliza-se de ferramentas conhecidas de Política Monetária para alcançar seus objetivos, e que o sistema financeiro chinês ainda necessita de profundas reformas.

SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS.....	3
1 INTRODUÇÃO.....	4
1.1 Tema e Problema de Pesquisa	4
1.2 Objetivos.....	6
1.2.1 Objetivo Geral	6
1.2.2 Objetivos Específicos	6
1.3 Metodologia.....	6
2. FUNDAMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA E O SURGIMENTO DO PBC COMO BANCO CENTRAL CHINÊS	8
2.1 Meios de Pagamento e Sistema Monetário:	8
2.2 Agregados Monetários e o Multiplicador Monetário	9
2.3 Título, Taxa de Juros e Déficit Orçamentário:	10
2.4 Teoria Quantitativa da Moeda:	10
2.5 Câmbio, Inflação e Níveis de Preço Doméstico/Internacional:.....	11
2.6 Política Monetária:	12
2.7 Sistema Financeiro e Política Monetária na China.....	13
2.8 Desequilíbrio Comercial.....	17
3 APRESENTAÇÃO DOS DADOS.....	19
4 CUSTO DA ESTERILIZAÇÃO MONETÁRIA	32
4.1 Possíveis soluções	35
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	38
REFERÊNCIAS	40
ANEXOS	43

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Saldo Balança Comercial	20
Gráfico 2: Saldo Conta Capitais	21
Gráfico 3: Taxa de Câmbio	22
Gráfico 4: Variação Agregados Monetários	24
Gráfico 5: Base Monetária (Valores nominais)	25
Gráfico 6: M0/PIB	25
Gráfico 7: M1 e M2 (Valores Nominais)	25
Gráfico 8: M1 e M2 (% PIB)	26
Gráfico 9: Evolução Agregados Monetários	26
Gráfico 10: Ativos Estrangeiros de posse do PBC	27
Gráfico 11: Ativos Estrangeiros/PIB	28
Gráfico 12: Esterilização Monetária	29
Gráfico 13: Multiplicado Monetário	29
Gráfico 14: Taxa de Crescimento das Reservas Monetárias x Ativos Estrangeiro	33
Gráfico 15: Inflação x Juros Interbancários 2004 -2010.	34
Gráfico 16: Exportações x Importações em Yuan	37

1 INTRODUÇÃO

1.1 Tema e Problema de Pesquisa

Com o crescimento acelerado da economia chinesa e sua crescente participação na produção e no comércio mundial, a integração do mercado monetário chinês ao mundial também se torna inevitável (GREEN, 2005). A maior integração também implica em maior vulnerabilidade aos choques externos da economia local. Para se defender desses choques faz-se necessário utilizar ferramentas de política monetária (GOODFRIEND, 2006).

O superávit comercial chinês acumulado nos últimos anos provoca uma pressão sobre sua moeda. Para evitar que o excesso de moeda inunde a economia interna o PBC (People Bank of China) tem de realizar uma constante esterilização monetária.

O sistema financeiro possui a capacidade de criar moeda e é através dele que as instituições financeiras se comunicam, realizam transações, emitem moeda fiduciária e em última instância aumentam o agregado monetário (GOWLAND, 1982).

Os sistemas financeiros orientam-se, em sua maioria, em torno de uma instituição central, um Banco Central. Nos EUA essa instituição é o FED (Federal Reserve), no Brasil é o Banco Central do Brasil, na China é a o PBC que realiza esse papel. Os Bancos Centrais são responsáveis por fiscalizar e supervisionar o sistema financeiro, e garantir a estabilidade monetária. Operam de modo semelhante nas maiores economias mundiais. Alguns adotam o sistema de meta de inflação como norte de sua política, outros têm essas metas de forma implícita, como é o caso do FED, por exemplo.

A gerência da taxa básica de juros de uma economia é a forma mais convencional de política monetária quanto ao controle de inflação. Todavia existem outras formas para se chegar ao mesmo fim. O controle do agregado monetário, que diz respeito a quantidade de moeda disponível na economia, exerce influência no nível de inflação, e também pode ser utilizado para controlar a inflação (GOWLAND, 1982).

Quando uma empresa realiza uma venda para o exterior, realiza uma exportação, a moeda estrangeira recebida fica em posse dos bancos responsáveis pela transação. Essa moeda estrangeira é convertida em moeda nacional, o mercado privado utiliza desses recursos para realizar pagamentos, a quantidade de moeda disponível na economia interna é acrescida.

Para evitar o excesso de moeda em circulação o Banco Central necessita agir. O acréscimo de moeda em circulação pressiona a inflação corrente, com intuito de evitar essa

situação o Banco Central emite títulos e retira parte, ou a totalidade, desse excesso monetário (GOODFRIEND, 2006). Essa operação é o que denominamos esterilização monetária.

O regime cambial chinês é o regime de câmbio fixo. O câmbio fixo serve de âncora macroeconômica, que permite a estabilização interna de preços, o planejamento de longo prazo para as empresas que realizam investimento externo direto, e ainda, evita o fluxo de capital especulativo (MCKINNON, 2009).

Entretanto para que os benefícios do regime de câmbio fixo possam ser desfrutados é necessário que haja confiança do mercado de que o regime não será alterado. Caso contrário haverá grande fluxo de capitais (“hot money”) para realizar ganhos de curto prazo com a valorização da moeda (MCKINNON, 2009). A cotação do Yuan frente ao dólar permaneceu inalterada entre 1995 e 2005. A adoção da paridade em 1995 se deu depois de o país passar os últimos anos da década de 1980 e o início da década seguinte com índices de inflação elevados e baixa taxa de investimento externo direto.

No início dos anos 2000 o país recebeu um elevado fluxo de investimento externo direto. O superávit na balança comercial subiu rapidamente e em poucos anos a China passou a ser o maior parceiro comercial de diversos países. O superávit comercial com o EUA cresceu substancialmente durante o período, o que levou o congresso americano a tomar medidas contrárias ao comércio com a China, acusando o país asiático de distorção cambial através de sua política de câmbio fixo. Cedendo as (ou à) pressões externas o governo Chinês anunciou a apreciação de sua moeda em 2005 (MCKINNON, 2006).

A partir de então a China valorizou seu câmbio em 2,9% ao ano. Essa situação tirou a confiança do mercado de que o regime era confiável, e o país passou a receber uma enorme quantidade de “hot money” (investimentos de curto prazo). Esses investimentos visavam obter rendimentos de curto prazo com a valorização do Yuan. O excesso de dólares que adentram na economia Chinesa foi esterilizado pelo PBC (MCKINNON, 2009).

A situação se tornou insustentável após a crise de 2008. O FED adotou política monetária expansionista, a quantidade de dólares disponível no mercado subiu rapidamente e a China foi invadida por uma quantidade enorme de “hot money” (MCKINNON, 2009). A China deixa então de realizar a valorização anual de 2,9%, praticada entre 2005 e 2008, foram quatro anos de desvalorização, e novamente a cotação foi mantida estável. Nesse período as reservas chinesas em dólares dispararam superando dois trilhões de dólares, sendo a China hoje o país com a maior reserva internacional.

Para evitar que a base monetária expandisse rapidamente e alimentasse a inflação, o PBC elevou o depósito compulsório no período e realizou operações de esterilização monetária. É sobre esta ferramenta de política monetária, e seus desdobramentos sobre a economia, que este trabalho discorre.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

- Verificar como é realizada a esterilização monetária na China.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Entender como o excesso de divisas geradas pela Balança de Pagamentos é esterilizado.
- Entender qual a influência do fluxo de capitais especulativos na política monetária do PBC.
- Verificar os custos de se realizar políticas de esterilização monetária.

1.3 Metodologia

A pesquisa tem o intuito de analisar o processo de esterilização monetária realizado na China durante o período de 2004 a 2010. A forma de investigação desse trabalho é classificada como analítica, sendo assim utiliza-se de dados qualitativos e quantitativos.

O método analítico consiste na própria necessidade de analisar o objeto de pesquisa em suas partes e elementos internos, além dos fatores externos que lhe condicionam, buscando uma relação de causa e efeito que torne mais clara a condição de sua existência. Sendo assim, o método analítico em si diz respeito à própria atividade de pesquisar o objeto em si e/ou em seu contexto (Bocchi, 2004).

Os dados utilizados na pesquisa foram obtidos principalmente através do site do Banco Central Chinês (PBC) e do National Bureau Statistic of China (NBSC).

A limitação do período estudado entre 2004 e 2010 deve-se em primeiro lugar ao caráter da atuação do Banco Central Chinês, que anteriormente a 2004 não geria o sistema financeiro nos moldes convencionais, não existindo dados de qualidade referente ao assunto a

que esse trabalho se destina anteriores a 2004. O ano de 2010 é o último período com dados consolidados pelas autoridades no momento da confecção deste trabalho.

O trabalho realiza uma análise dos dados disponíveis para verificar se houve esterilização monetária no período, qual foi sua magnitude e os desafios que dela se originaram. São apresentadas as diversas visões dos autores sobre o assunto, e são apresentadas as possíveis soluções que estão em debate. Por fim, uma breve apresentação dos rumos que estão sendo tomados pelas autoridades chinesas para contornar o problema.

2. FUNDAMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA E O SURGIMENTO DO PBC COMO BANCO CENTRAL CHINÊS

O estudo da economia monetária nos permite entender como acontece a interação da moeda com o restante da economia. Vejamos quais são esses conceitos principais e como eles estão definidos.

2.1 Meios de Pagamento e Sistema Monetário:

Segundo Cardim (2000) podemos definir os meios de pagamentos de uma economia como:

A moeda de uma economia, ou seja, o conjunto de meios de pagamento, consiste na totalidade de ativos possuídos pelo público que pode ser utilizada a qualquer momento para a liquidação de qualquer compromisso futuro ou a vista. Sendo assim, os meios de pagamento (MP) somado ao papel moeda (e a moeda metálica) em poder do público (PMPP); englobam também os depósitos à vista nos bancos comerciais (DV_{bc}) (CARDIM, 2000).

Temos então que os meios de pagamento são determinados através da soma dos meios de pagamento com os depósitos nos bancos comerciais:

$$MP = PMPP + DV_{bc} \quad (i)$$

Ainda, segundo Cardim (2000), o papel moeda emitido (PME) menos o caixa do Banco Central (C_{bc}) é igual ao montante de papel moeda em circulação (PMC). Os bancos comerciais retêm parte do PMC para fazer seu caixa. Assim, o PMC menos o encaixe total dos bancos comerciais (E_t) é igual ao PMPP.

$$PME = C_{bc} + E_t + PMPP \quad (ii)$$

A criação de meios de pagamentos se dá através da moeda escritural. Os bancos comerciais são instituições que estão autorizadas a receber depósitos a vista. Quando um indivíduo realiza um empréstimo em um banco essa instituição realiza uma operação contábil de criação de depósito a vista. Por exemplo, para conceder um crédito no valor de 1.000 unidades monetárias (u.m.), o banco lança no lado do ativo de seu balancete “empréstimo de

1.000 u.m.”. O banco abre uma conta corrente com o saldo do valor emprestado que constará no passivo. O banco ao conceder o crédito criou meios de pagamento (CARDIM, 2000).

Assim Cardim (2000) denomina o sistema financeiro como: “o sistema formado pelas instituições que podem criar moeda é chamado de sistema monetário. Então, o sistema monetário (ou sistema bancário) é formado pelos bancos comerciais e pelo banco central.”.

2.2 Agregados Monetários e o Multiplicador Monetário

A base monetária (B) é a soma do papel moeda em poder do público (PMPP) com o total de reservas. A base monetária é igual ao total de moeda em circulação também pode ser chamada de estatística M0 (CARDIM, 2000):

$$B = PMPP + E_t = M0 \quad (iii)$$

A importância da base monetária está em sua estreita relação com a liquidez da economia, Meurer (1998) descreve essa importante relação da seguinte forma:

A base monetária, cujo valor é dado pela soma do papel moeda emitido pelo governo e reservas bancárias, está estreitamente relacionado com a liquidez da economia, especialmente no seu conceito mais restrito, M1, que é a soma dos depósitos à vista com o papel moeda em poder do público. Em outras palavras, a base monetária é um dos mais importantes determinantes da moeda em circulação e, portanto, das condições de liquidez da economia. Liquidez em excesso significa pressões inflacionárias e caos nos preços relativos. Escassez de liquidez restringe o comércio e a indústria, levando a aumentos de desemprego e rendas mais baixas. A disposição do público para reter moeda influencia a base monetária e será tanto menor quanto maior a taxa nominal de juros. Esta, portanto, representa o custo de oportunidade da retenção de moeda. A ligação entre a base monetária e M1 pode ser vista no multiplicador monetário, associado à capacidade de criação de moeda por parte dos bancos, através do reempréstimos de parcela dos depósitos à vista. A partir de uma emissão primária do Banco Central, que gera base monetária, os bancos criam nova moeda, em maior ou menor quantidade, conforme a percentagem dos depósitos que deve ser recolhida compulsoriamente ao Banco Central. Quanto maior é o multiplicador monetário, maior a quantidade de recursos que os bancos conseguem emprestar a partir das emissões primárias de moeda (MEURER, 1998).

As reservas dos bancos comerciais podem ser de dois tipos e tem a finalidade de gerar confiança junto ao público. As reservas podem ser de caráter obrigatório (reservas compulsórias, ou encaixes compulsórios), ou reservas que são decididas internamente (encaixe de negócios) (CARDIM, 2000).

Os depósitos são facilmente conversíveis em moeda, podendo ser considerados “quase moeda”. A estatística M1 corresponde ao total de papel moeda em poder do público

mais depósitos a vista, e representa um agregado monetário com alta liquidez (MISHKIN, 2000).

$$M1 = PMPP + DV_{bc} \quad (iv)$$

Somando-se a M1 os depósitos a prazo, títulos públicos, títulos mercados de capitais, e outros ativos menos líquidos da economia, teremos a estatística M2.

$$M2 = M1 + \text{Depósitos a prazo} + \text{Ativos menos líq. da economia} \quad (v)$$

O banco central pode controlar a oferta de moeda (M) e assim influenciar a base monetária (B) através da seguinte equação (MISHKIN, 2000):

$$M = m \times B \quad (vi)$$

A variável “*m*” é o multiplicador monetário que indica quanto uma alteração na oferta de moeda modifica a base monetária. Assim, conforme apontado por Meurer (1998) a oferta de moeda realizada pelo banco central se propaga para a base monetária que rege a liquidez da economia.

2.3 Título, Taxa de Juros e Déficit Orçamentário

Segundo Mishkin (2000) um título é “um direito sobre a receita futura do seu emissor de seus ativos (qualquer direito financeiro ou de propriedade que esteja sujeito à posse).”.

Ainda segundo Mishkin (2000) “A taxa de juros é o custo de fazer empréstimos ou preço pago pela utilização de fundos.”. Quando ocorre déficit nas contas do governo, ou seja, suas despesas superam suas receitas, tem de financiar seu déficit. Segundo Mishkin (2000) “o governo deve financiar qualquer déficit através de empréstimos” que são realizados através da emissão de títulos.

2.4 Teoria Quantitativa da Moeda

A Teoria Quantitativa da Moeda discorre sobre a forma como é determinado o valor da renda agregada e como a renda se relaciona com a quantidade demandada de moeda.

A proposição apresentada por Irving Fisher examina a ligação entre quantidade de moeda (M) e quantidade total de despesas de bens e serviços produzidos na economia. Permitindo relacionar a moeda (M) e preços (P) através da “velocidade da moeda”.

$$M \times V = P \times Y$$

$$V = \frac{P \times Y}{M} \quad (vii)$$

Fisher ao analisar essa relação concluiu que a demanda por moeda é puramente função da renda, sendo velocidade da moeda (V) constante. Como consequência, uma elevação na oferta de moeda implicaria na elevação do nível de preços, pois para Fisher o nível de produto (Y) também era fixo no curto prazo (MISHKIN, 2000).

2.5 Câmbio, Inflação e Níveis de Preço Doméstico/Internacional

A interação entre preços e taxa de câmbio pode ser vista na relação indicada por Mishkin:

Quando a moeda de um país se valoriza (aprecia), os produtos desse país no estrangeiro se tornam mais caros e produtos estrangeiros nesse país se tornam mais baratos (mantendo-se os preços nacionais constantes nos dois países). Ao contrário, quando a moeda de um país se desvaloriza (deprecia), seus produtos no estrangeiro se tornam mais baratos e os produtos estrangeiros nesse país se tornam mais caros (MISHKIN, 2000).

Entretanto, no longo prazo, ainda segundo Mishkin (2000), um aumento no nível de preços de um país faz com que a moeda local se desvalorize (deprecie), assim como uma queda no nível de preços do país causa a valorização (apreciação) de sua moeda.

O primeiro passo para se compreender como a intervenção do BC no mercado de câmbio afeta a base monetária é verificar a alteração ocasionada pela venda do BC no mercado de parte de seus ativos em moeda estrangeira (chamadas reservas internacionais). Mishkin exemplifica da seguinte forma essa situação:

Supondo que o FED decida vender \$1 bilhão de seus ativos estrangeiros por \$1 bilhão de moeda americana. A compra de dólares que o FED faz tem dois efeitos. Primeiro, reduz as reservas internacionais em \$1 bilhão. Segundo, como a compra de moeda faz com que ela saia das mãos do público, papel moeda em circulação cai em \$1 bilhão (MISHKIN, 2000).

A compra realizada pelo Banco Central de moeda nacional e a correspondente venda de ativos estrangeiros ocasiona uma queda equivalente nas reservas internacionais e na base monetária, enquanto que, uma venda de moeda nacional para comprar ativos estrangeiros no mercado de câmbio eleva as reservas internacionais e eleva a base monetária. Esses movimentos, de compra e venda de ativos financeiros, que produzem um efeito sobre a base monetária é chamado de intervenção não-esterilizadora no mercado de câmbio.

Todavia, se o Banco Central não quiser afetar a base monetária tudo o que tem de fazer é neutralizar a expansão monetária realizando uma operação compensatória no mercado aberto de títulos do governo, ou realizar uma elevação nos depósitos obrigatórios das instituições financeiras. Uma intervenção no mercado de câmbio lastreada por uma operação de mercado aberto, deixando a base monetária inalterada, é chamada de intervenção esterilizadora no mercado de câmbio. Mishkin (2000) destaca os seguintes pontos sobre a intervenção no câmbio:

Uma intervenção não-esterilizadora na qual a moeda nacional é vendida para adquirir ativos estrangeiros leva a um ganho de reservas internacionais, a um aumento da oferta de moeda e a uma depreciação da moeda nacional. [...] Uma intervenção não-esterilizadora na qual a moeda nacional é adquirida através da venda de ativos estrangeiros leva a uma queda das reservas internacionais, a uma diminuição na oferta de moeda e a uma valorização da moeda nacional. [...] O ponto chave que devemos lembrar sobre a intervenção esterilizadora é que o banco central realiza operações de mercado aberto compensatórias de forma a evitar qualquer impacto sobre a base monetária e sobre a oferta de moeda. Uma intervenção esterilizadora não causa nenhum efeito sobre a taxa de câmbio (MISHKIN, 2000).

2.6 Política Monetária

Quando se discute política monetária os objetivos principais, segundo Mishkin (2000), são: (1) alto nível de emprego; (2) crescimento econômico; (3) estabilidade dos preços; (4) estabilidade na taxa de juros; (5) estabilidade nos mercados financeiros; (6) estabilidade na taxa de câmbio.

O problema dos bancos centrais é que eles necessitam alcançar objetivos finais, como estabilidade de preços com alto nível de emprego, entretanto os BCs não tem influência direta sobre esses objetivos. Eles dispõem apenas de um conjunto de instrumentos, ferramentas, que podem afetar os objetivos finais após um período.

Como consequência de seu limite de atuação, o Banco Central busca estratégias de política monetária que objetiva as variáveis que estão entre seus instrumentos e o alcance de seus objetivos finais. Após definir um objetivo, por exemplo, a estabilidade dos preços, o

Banco Central elege um conjunto de variáveis como alvo – metas intermediárias – tal como um agregado monetário (M0, M1 ou M2) ou taxas de juros de curto ou longo prazo que tem um efeito sobre o nível de preços (MISHKIN, 2000).

Entretanto, nem mesmo as metas intermediárias são afetadas diretamente pelos Bancos Centrais. É necessária a escolha de outro conjunto de metas, as metas operacionais – ou instrumentos – tais como nível de reservas bancárias ou operações de mercado aberto. Os Bancos Centrais usam essa estratégia por ser mais fácil atingir um objetivo próximo do que mirar diretamente no objetivo final.

Ainda, sobre a importância dos instrumentos de política monetária Mishkin (2000) resume da seguinte forma:

[...] utilizando as metas intermediárias e operacionais, o Banco Central pode julgar mais rapidamente se suas políticas estão no caminho certo, em vez de esperar pelo resultado final de suas políticas. [...] As operações de mercado aberto são o mais importante instrumento de política monetária porque é o principal determinante das mudanças nas taxas de juros e, na base monetária, a maior fonte de flutuação na oferta de moeda. As compras em mercado aberto expandem a base monetária elevando, portanto a oferta de moeda e diminuindo as taxas de juros de curto prazo, e vendas de mercado aberto reduzem a base monetária, diminuindo a oferta de moeda e elevando as taxas de juros de curto prazo (MISHKIN, 2000).

As operações de mercado aberto podem ser de dois tipos, as operações dinâmicas de mercado aberto e as operações defensivas de mercado aberto. As operações dinâmicas têm por objetivo mudar o nível de reservas e a base monetária, enquanto que a defensiva tem por objetivo compensar os movimentos de outros fatores que afetam as reservas e a base monetária (MISHKIN, 2000).

As metas de taxas de juros e de agregados monetários são incompatíveis e não podem ser administradas simultaneamente, “um banco central pode atingir uma ou outra, mas nunca as duas simultaneamente.” (MISHKIN, 2000).

Ao escolher qual meta intermediária determinado Banco Central irá utilizar, o BC leva em consideração três fatores: 1) A meta deve ser mensurável; 2) A meta deve ser passível de controle pelo Banco Central; 3) Deve apresentar um efeito previsível sobre o objetivo (MISHKIN, 2000).

2.7 Sistema Financeiro e Política Monetária na China

O “People Bank of China” (PBC) foi fundado em primeiro de dezembro de 1948, mas ele não funcionava como um Banco Central à época e viria a realizar essa tarefa somente

após as reformas introduzidas por Deng Xiaoping. Através do PBC o governo transferia recursos financeiros para projetos de seu interesse, e a decisão de captar recursos e direcionar os investimentos era realizada através do planejamento central. Na década de 1950 o governo chinês estabeleceu bancos especializados, como o “Agricultural Bank of China” (ABC), o “China Construction Bank” (BCC), que operava como se fosse um braço do ministério do planejamento, e o “Bank of China” (BOC). O BOC era apenas um nome diferente do PBC para realizar operações com recursos externos, todos os assuntos relacionados com comércio exterior eram direcionados para o BOC (HUANG et al., 2010).

No inverno de 1978, Deng Xiaoping e seus camaradas do Comitê do Partido Central decidiram que as reformas eram o único caminho para alcançar o crescimento econômico e enfrentar as dificuldades políticas que a China estava vivendo (HUANG et al, 2010, tradução do autor).

Considera-se que a transformação do PBC em um Banco Central propriamente dito tenha ocorrido durante o “Terceiro Plenário do Décimo Primeiro Congresso do Partido Comunista”, reunião que definiu diversos itens da reforma econômica em 1983. No início de 1984 foi criado o “Industrial and Commercial Bank of China” (ICMB) que assumiu as tarefas do PBC inerentes as atividades comerciais, ficando desde então o PBC somente com as atribuições de um Banco Central. “A lei garante ao PBC autoridade legal para fazer e implementar políticas monetárias, e também ressalta a independência, principalmente do Ministério das Finanças e dos governos regionais” (HUANG et al., 2010).

Após três décadas de liberalização econômica a China já possui a maioria de seus preços determinados via mercado, os fatores de produção, incluindo-se força de trabalho, capital e recursos naturais, entretanto o mercado financeiro chinês ainda possui elevadas limitações. Huang (2010) cita a elevada restrição à flutuação a taxa de juros, frequentes ajustes no nível de reservas legais e frequentes intervenções governamentais na alocação de crédito como exemplos de limitações.

As ações de políticas monetárias desempenhadas pelo PBC são resumidas por Huang (2010) da seguinte forma:

A política monetária do PBC depende mais de políticas de controle quantitativo (depósitos obrigatórios) do que de instrumentos de preços (operações de mercado aberto). De modo a controlar a oferta de liquidez o PBC frequentemente realiza ajustes no nível de reserva requerida dos bancos comerciais. E também nas metas de crescimento de crédito anuais através de seu órgão regulador ‘China Bank Regulatory Commission’ (CBRC) (HUANG et al., 2010, tradução do autor).

A coexistência de um “repressivo” setor financeiro e um robusto crescimento econômico durante esse período de reformas é apontado por Huang (2010) como um enigma. “É necessária a liberalização financeira, ou será ela ao menos favorável, para se obter um robusto crescimento econômico?”, questiona Huang.

Durante as três últimas décadas o setor financeiro chinês sofreu transformações consideráveis em alguns aspectos e permaneceu estagnado em outros. O número de instituições financeiras cresceu substancialmente, foi estabelecido duas bolsas de valores e houve incentivo para que empresas abrissem o capital. Entretanto, o comportamento das instituições financeiras e do governo permaneceu inalterado. Além de não haver liberalização financeira nem introdução de um mercado de crédito competitivo. Agrava-se o fato de os bancos estatais terem mudado muito pouco nas últimas décadas, os empréstimos continuam sendo destinados conforme interesse do estado. As taxas de juros são controladas pelo PBC, assim como a rentabilidade oferecida aos depositantes (HUANG et al., 2010).

Durante o período de planejamento central a política monetária era praticamente inexistente. Todavia a situação alterou-se em 1983 quando o governo iniciou as reformas, no setor financeiro ocorreram reformas com intuito de implantar políticas monetárias e reger a emissão de moeda (HUANG et al., 2010).

Desde a reforma originada em 1983 o sistema monetário chinês passou por três fases: 1984-1996; 1997-2002; 2002 – hoje.

Durante a 1ª Fase (1984-1996) o objetivo principal do Banco Central era lutar contra a inflação. O PBC dispunha principalmente de medidas administrativas para atingir esta meta. Como o PBC não possuía meios reais de conduzir a política monetária era quase impossível manter a estabilidade da moeda e dos preços. Na década de oitenta a economia sofreu com o crescimento do crédito e surtos de aceleração inflacionária, principalmente em 1985 e 1988 (HUANG et al., 2010).

Para resolver o problema da inflação o PBC dispunha de cotas de crédito. Ele restringia as cotas disponíveis a fim de reduzir nível de crédito e a liquidez. Entretanto o crescente número de instituições financeiras não estatais se tornou um obstáculo a essa ferramenta administrativa. Os bancos privados não estavam sujeitos a cotas de crédito. Essa ferramenta se tornou menos efetiva no início da década de noventa.

Em 1993 os objetivos da política monetária passaram a ser a estabilidade do ambiente monetário e a promoção do crescimento econômico. Em 1995 foi aprovada a lei do PBC onde se listou quatro objetivos a serem atingidos através da política monetária: i)

promoção do crescimento; ii) atingir o pleno emprego; iii) manter a estabilidade dos preços, iv) realizar a controle das contas externas, balança de pagamentos.

Em 1996 o controle da base monetária passou a ser chave da política monetária do PBC. Também se iniciou o monitoramento das variações de M0, M1 e M2. Assim, para influenciar a quantidade de crédito disponível dos bancos comerciais o PBC passou a realizar ajustes na quantidade de reservas compulsórias, deixando de usar as cotas de créditos. Também se inicia nessa época as operações de mercado aberto por parte do PBC, a “China Inter-Bank Offered Rate (CHIBOR)” e a “Shanghai Inter-Bank Offered Rate (SHIBOR)” tornaram-se parâmetros observados pela política monetária (HUANG et al., 2010).

As operações de mercado aberto com cambio tiveram inicio em 1994, em 1996 o PBC também inicia operações com títulos. Através das compras e vendas no mercado de cambio o PBC realizava alterações na base monetária – operações não esterilizadoras.

Em 1993 ocorreram reformas para liberalizar o mercado de títulos, e as taxas de juros passaram a ter um limitado nível de flutuação. A CHIBOR, que surgiu em 1996, foi consequência dessa reforma (HUANG et al., 2010).

Entre 1997 e 2002 resolver o problema da deflação e do crescimento econômico tornou-se o foco da política monetária. A crise financeira asiática trouxe a possibilidade de desaceleração do crescimento econômico e deflação. O PBC teve que ajustar sua política para lidar com esses fatos, passou desde então a utilizar com maior intensidade ferramentas indiretas de política monetária. Foi abolida totalmente a política de cotas de crédito. As cotas eram um resquício da era da economia de planejamento central. A política monetária passou a basear-se em ferramentas disponíveis em economias de mercado como taxa de redesconto, depósito compulsório e operações de mercado aberto (HUANG et al., 2010).

O PBC fomentou um mercado secundário para os títulos de dívida do governo, garantindo a recompra desses títulos via operações de mercado aberto. As operações de mercado aberto tornaram-se a base da política monetária e é através desse instrumento que hoje o PBC controla a base monetária e a oferta de moeda.

A terceira fase inicia-se em 2003. Desde então o foco passa a ser a manutenção da estabilidade do cambio e da inflação, não deixando de lado a promoção do crescimento econômico e a busca pelo pleno emprego. Mas para atingir esses objetivos o PBC passou a utilizar um arsenal mais amplo de ferramentas: operações de mercado aberto; depósitos compulsórios; monitoramento agregados monetários e gerenciamento de volume de crédito.

O PBC continua a gerenciar o volume total de crédito. Todo ano o Banco Central divulga uma meta de crédito para novos empréstimos. A alteração do nível do depósito compulsório também é frequentemente utilizada.

As operações de mercado aberto foram aprimoradas e diversificadas através da introdução de novos títulos com vencimentos em 3 e 6 meses, 1 e 2 anos pelo PBC. Com isso o PBC vem ampliando gradualmente o poder e a eficácia de sua política monetária. Aos poucos as taxas de juros vêm sendo liberalizadas. Em janeiro de 2007 o PBC permitiu que os bancos atribuíssem aos depósitos o rendimento da SHIBOR em vez da CHIBOR. Entretanto até o momento as taxas de juros ainda são altamente reguladas (HUANG et al., 2010).

2.8 Desequilíbrio Comercial

Como resultado de sua política de reformas econômicas a China acumulou elevadas quantidades de investimento estrangeiro direto nas últimas décadas. A maior parte deste investimento foi destinado a instalação de indústrias voltadas à exportação, situada na região do litoral sul da China.

Nos últimos anos a China vem acumulando sucessivos superávits comerciais com os principais países desenvolvidos, em especial com os Estados Unidos, enquanto que países com pauta exportadora de commodities, e os países do sudeste asiático, tem se “beneficiado” dessa rápida expansão chinesa (HUANG et al., 2012).

A respeito desse desequilíbrio emergiu um debate acalorado sobre qual atitude se tomar para sanar esse desequilíbrio. Roubini (2005) apresenta o debate através de cinco visões. (1) visão Deutsche Bank's: não é necessário fazer nenhum reajuste. O desequilíbrio global é otimizado, e assim não requer qualquer ajuste de quantidade (fiscal ou balanço da conta corrente) ou de preços (via taxa de câmbio). O desequilíbrio global americano não é causado por uma política fiscal desregrada. De acordo com essa visão, China e a Ásia desejam esse superávit em conta corrente e eles irão sustentar o déficit fiscal americano por uma geração ou mais. Assim, não existe nenhum problema a ser resolvido, de quantidade (fiscal e déficit em conta corrente) ou preços (taxa de câmbio). (2) visão de Ronald McKinnon: O déficit fiscal americano é um problema, mas a China e Ásia não precisam fazer ajustes em suas moedas. McKinnon argumenta que o déficit fiscal americano (ocasionado pelo insustentável corte de impostos e receitas) é um problema de política global. Sendo o déficit fiscal a fonte do déficit em conta corrente. Assim, ele é a favor de um ajuste fiscal que irá

reduzir o desequilíbrio global. Todavia ele acredita que mudanças nos regimes cambiais na Ásia são inapropriadas. (3) visão do FED: o déficit em conta corrente dos Estados Unidos deriva do “excesso de poupança mundial” mais do que da baixa poupança americana. O déficit fiscal americano talvez seja um problema, mas o déficit em conta corrente tem fonte no exterior, não doméstica. De modo que os investidores internacionais desejariam financiar o déficit americano enquanto o nível de poupança mundial continuar elevado. (4) visão de Richard Cooper: o déficit em conta corrente é sustentável, pois os investidores mundiais “adoram” investir em títulos americanos. Além disso, uma alteração na política monetária na Ásia poderia trazer danos ao crescimento econômico da região. E (5) visão de Roubini e Setser: reestabelecer o equilíbrio global exige ambos, ajuste fiscal americano (e elevar a poupança privada) e a apreciação da moeda na Ásia/China.

Essas seriam segundo Roubini (2005) as principais linhas de pensamento sobre o assunto. Ainda não existe um consenso sobre qual é a fonte desse desequilíbrio, e tão pouco sobre qual a melhor solução a ser aplicada para saná-lo.

3 APRESENTAÇÃO DOS DADOS

A crise financeira de 2008 provocou uma elevação da regulamentação financeira em diversos países. A reforma financeira chinesa ainda está a caminho e o país ainda desfruta de um mercado de capitais pouco liberalizado. Huang (2010) resume a situação chinesa da seguinte da forma:

Em resumo, a regulamentação do sistema financeiro chinês ainda possui um longo caminho a ser percorrido. A recente crise financeira trouxe uma elevação da supervisão do sistema financeiro nos Estados Unidos. Graças a sua separação do mercado global de capitais, a China não sofreu muito em comparação com outras economias com mercados financeiros mais liberalizados (HUANG et al., 2010, tradução do autor).

Entretanto, o PBC e seu órgão regulador o CBRC (China Banking Regulatory Commission) vem implementando desde 2003 uma política monetária mais completa, fazendo uso de uma ampla gama de ferramentas e diferentes mecanismos para atingir seus objetivos (ver seção 2.7). Serão apresentados a seguir dados resultantes da política monetária no período de 2004 a 2010.

As primeiras duas décadas pós reforma a China cresceu com saldo de sua Balança de Pagamentos (BP) relativamente estável (1982-2002). Entretanto a situação mudou na última década e a China tem obtido constantes superávits em sua BP. Os superávits na Balança Comercial tiveram seu ápice no primeiro trimestre de 2007, na ocasião o saldo das exportações deduzidas às importações foi próximo de 10% do PIB. Desde o quarto trimestre de 2008, em virtude do agravamento da crise financeira nos países desenvolvidos e a consequente desaceleração no comércio internacional, o superávit caiu para níveis inferiores a 4% do PIB (LUI; OURIQUES, 2010).

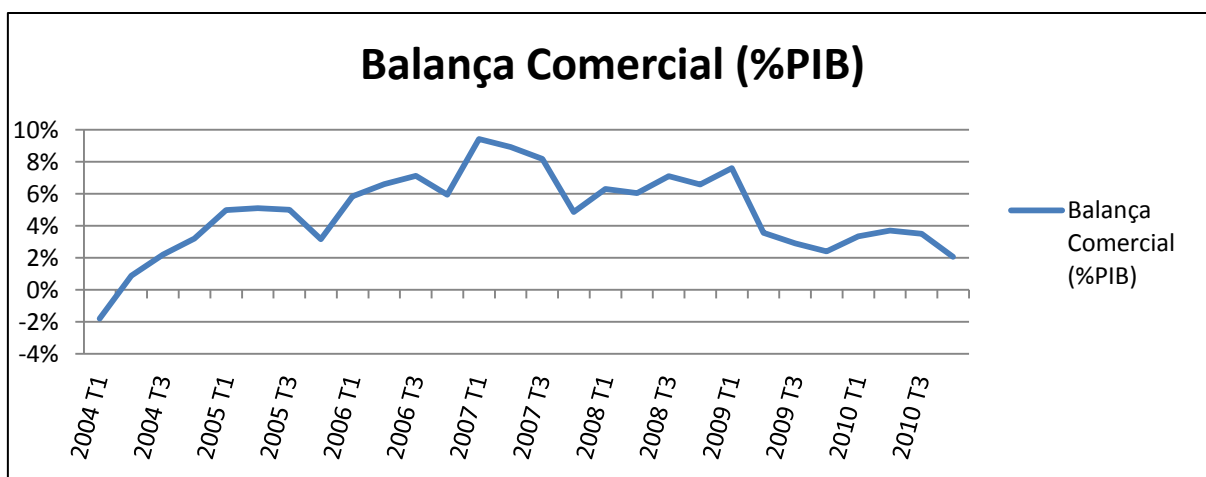


Gráfico 1: Saldo Balança Comercial

Fonte: PBC; OMC; cálculo do autor.

Juntamente com o persistente superávit comercial vieram as críticas. Argumenta-se que o câmbio chinês pode estar artificialmente desvalorizado. Goodfriend (2006) apresenta uma proposta de adoção de cambio flutuante e metas de inflação para sanar essa distorção. Não há um consenso formado sobre o assunto. McKinnon e Schnabl (2009) apresentam diversos argumentos para que o mecanismo de câmbio chinês não seja alterado, ao menos não nesse estágio de desenvolvimento da economia chinesa.

Para McKinnon e Schnabl (2009) é um equívoco pensar que a taxa de câmbio irá influenciar no desempenho da Balança Comercial:

Para ilustrar esse equívoco quanto à influência da taxa de câmbio na balança comercial, é instrutivo revisitar as consequências no Japão de três décadas de valorização do Yen iniciadas em agosto de 1971. O Yen valorizou-se de 360 Yen/Dólar para 80 Yen/Dólar em abril de 1995. Apesar dessa imensa valorização, o superávit japonês cresceu de insignificantes 2% do PIB de média na década de 1960, para aproximadamente 5% na década de 1980, e se mantém próximo de 4% do PIB em 2008 quando a cotação do Yen esteve em 100 Yen/Dólar. A massiva flutuação cambial não teve resultado sistemático no superávit comercial japonês (MCKINNON; SCHNABL, 2009, tradução do autor).

Nos diversos trabalhos de McKinnon ele expressa a opinião de que é o excesso de poupança interna que ocasiona o superávit na Balança Comercial e não possíveis desequilíbrios cambiais.

Todavia, em meados de 2005 o PBC anunciou uma política de apreciação gradual do Yuan. A cotação que se encontrava estável desde 1995 sofreu apreciação de 19%, caindo de 8,3 Yuan/Dólar para 6,7 Yuan/Dólar (Gráfico 3). A política de apreciação cambial foi suspensa em 2008 em virtude dos desdobramentos da crise financeira internacional.

O forte crescimento do PIB, e a expectativa de que ele se mantivesse elevado por um longo período, é apontado por Huang (2010) como um incentivo a entrada de capitais. McKinnon (2009) complementa dizendo que a política de gradual apreciação do Yuan fez com que os agentes especulassem com investimento de curto prazo (“hot money”). O país sofreu um fluxo de capital especulativo. O saldo da Conta de Capitais apresentou um comportamento menos estável que a Balança Comercial, porém conforme previsto por McKinnon e Huang, foi positivo entre 2004 e 2010. O fluxo de capitais esteve mais intenso no período anterior a crise de 2008, teve dois trimestres negativos e voltou apresentar superávit em 2009 e 2010, porém de forma mais modesta (ver Gráfico 2).

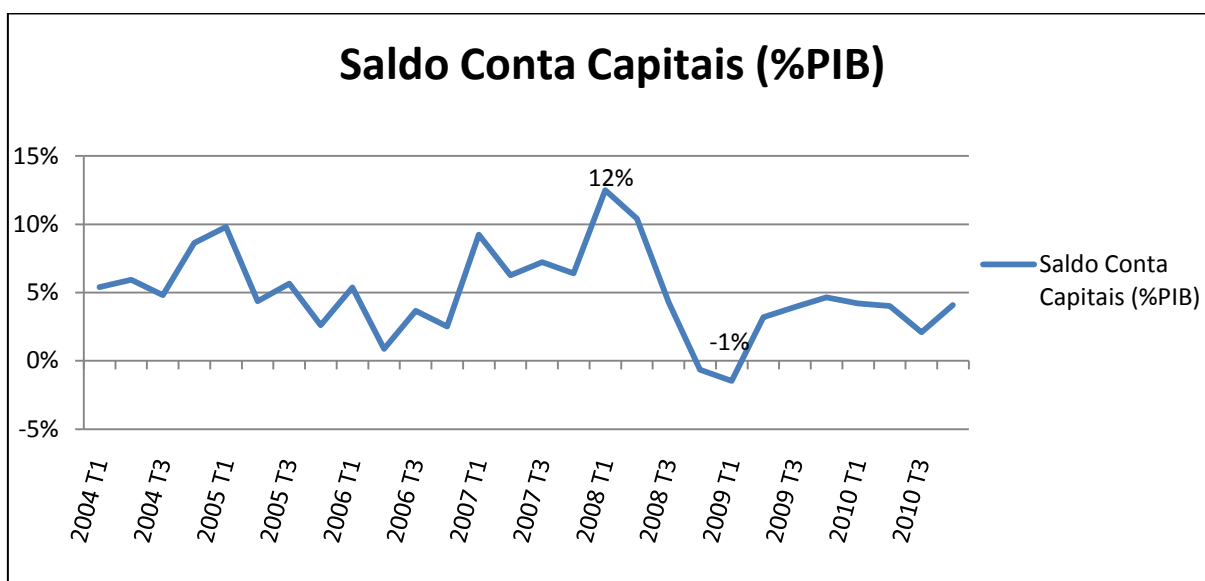


Gráfico 2: Saldo Conta Capitais

Fonte: PBC, NBSC; cálculo do autor.

Desde o início da década de noventa a China utiliza a paridade cambial como ancora macroeconômica. McKinnon (2006) mostrou que a China necessita manter essa paridade de forma a sustentar seu crescimento e evitar desequilíbrio nos preços internos, enquanto que Goodfriend (2006) sustenta que a melhor forma da China obter um crescimento equilibrado é adotando o regime de metas de inflação e tornando seu câmbio um regime de câmbio flexível.

As pressões que os EUA impõem hoje sobre a China, para que ela aprecie seu câmbio, são similares as pressões para que o Japão apreciasse o Yen no início de 1971 no fim do período de Bretton Woods. Mas a valorização do Yen desestabilizou o sistema financeiro japonês, e a bolha econômica no final da década de oitenta foi seguida por um período de deflação, e pela armadilha de liquidez no início da década de noventa. Mover a China para um sistema de câmbio flexível pode submeter à economia chinesa aos mesmos riscos (MCKINNON, 2006, tradução do autor).

As pressões internacionais surtiram relativo efeito e a China iniciou uma apreciação cambial em 2005.

Desde 2000 a China vem sofrendo pressões para apreciar seu câmbio, em 2005 o congresso americano aprovou uma taxa de 27,5% sobre a importação de produtos chineses a menos que a China valorizasse seu câmbio. Contudo, depois de manter o câmbio fixo em 8,28 Yuan por dólar por mais de dez anos, um período de rápido crescimento e inflação declinante, o PBC anunciou em julho de 2005 que será "flexível" - e permitirá uma apreciação de 2,9% (MCKINNON, 2006, tradução do autor).

Todavia, o crescimento da economia chinesa e sua maior orientação para economia de mercado, a política monetária terá de se tornar altamente crível para assegurar a estabilidade e o não crescimento da inflação (GOODFRIEND, 2006). A receita para a

estabilidade macroeconômica segundo Goodfriend (2006) seria adoção do regime de metas de inflação:

China deveria adotar ‘regime de metas de inflação’ como nova ancora macroeconômica. [...] Teoria e experiências práticas ao redor do mundo - em países industrializados e em economias emergentes - sugerem que a adoção de metas de inflação é a maneira mais eficaz do People Bank of China estabilizar a inflação doméstica e nível de emprego em casos de choques macroeconômicos (GOODFRIEND, 2006, tradução do autor).

A adoção de câmbio flexível e regime de metas de inflação trariam novos desafios para as autoridades chinesas. Goodfriend (2006) aponta as principais dificuldades:

Existem três problemas que países em desenvolvimento enfrentam quanto assumem a política de metas de inflação: i) Inflação pode ficar fora de controle devido ao sistema financeiro pouco desenvolvido; ii) Metas de inflação requerem políticas fiscais condizentes com as metas estabelecidas; iii) Regime cambial flutuante, o que é difícil para as autoridades aceitarem (GOODFRIEND, 2006, tradução do autor).

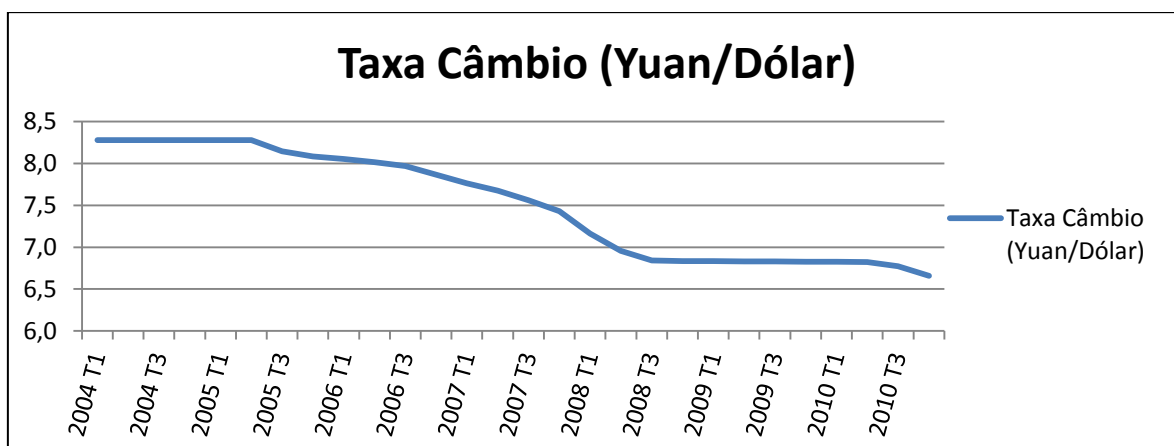


Gráfico 3: Taxa de Câmbio

Fonte: PBC

O regime cambial continua sendo o regime de câmbio fixo. A crise financeira de 2008 atraiu as atenções dos “policymakers” internacionais para outros assuntos e diante das incertezas externas a China cessou o plano de apreciação gradual de sua moeda.

McKinnon e Schnabl configuram a China como um “país credor imaturo”. Segundo eles os países credores imaturos não possuem a capacidade de se endividarem internacionalmente em moeda local, atores internacionais não possuem títulos nominados em suas moedas, o que obriga esses países a construir imensas reservas em moedas internacionais, deixando seus mercados expostos ao risco das flutuações no valor dos ativos denominados em moeda estrangeira. Os bancos, as companhias seguradoras, e as empresas, investem em ativos em dólares em larga escala enquanto o país incorre em gigantescos

superávits. Quando esses ativos estrangeiros estão concentrados no Banco Central é ele que concentra o risco com a variação desses ativos.

Como visto em 2.7, o PBC passou a atuar de forma mais efetiva como um Banco Central em 2003. A partir de 2004 inicia-se uma série histórica de dados que demonstra como essa atuação vem se desenvolvendo. Durante o período que Huang (2010) define como 3ª Fase, o PBC inicia a emissão das PBC Bills, e passa a realizar políticas de esterilização monetária sistematicamente. No início de 2004 os ativos estrangeiros em posse do PBC preenchiam metade de seu ativo total. Em 2010 essa participação supera oitenta por cento. Ao mesmo tempo a participação de Títulos no Passivo Total elevou-se consideravelmente (Tabela 1).

Item	2004	% Total	2010	% Total
Ativos Estrangeiros (Bi Yuan)	3.218	50,2	18.802	81,6
Outros Ativos (Bi Yuan)	3.195	49,8	4.386	18,4
Ativo Total (Bi Yuan)	6.413	100	23.021	100
Reservas Monetárias (Bi Yuan)	5.330	83,1	14.281	62,0
Títulos de Dívida (Bi Yuan)	325	0,1	4.283	18,6
Outros Passivos (Bi Yuan)	758	11,8	9.998	19,4
Passivo Total (Bi Yuan)	6.413	100	23.021	100

Tabela 1: Balancete PBC

Fonte: PBC; cálculo do autor.

Diante desse cenário de sucessivos superávits na Balança de Pagamentos vejamos como se comportaram os agregados monetários. Os valores nominais de M0, M1 e M2 são disponibilizados pelo PBC (ver Gráficos 5 e 7). Como proporção do PIB todos os agregados monetários demonstravam uma tendência de queda até o terceiro trimestre de 2008. Até meados de 2008 os agregados monetários cresciam com velocidade inferior ao PIB. Passando a crescer de forma acelerada desde então.

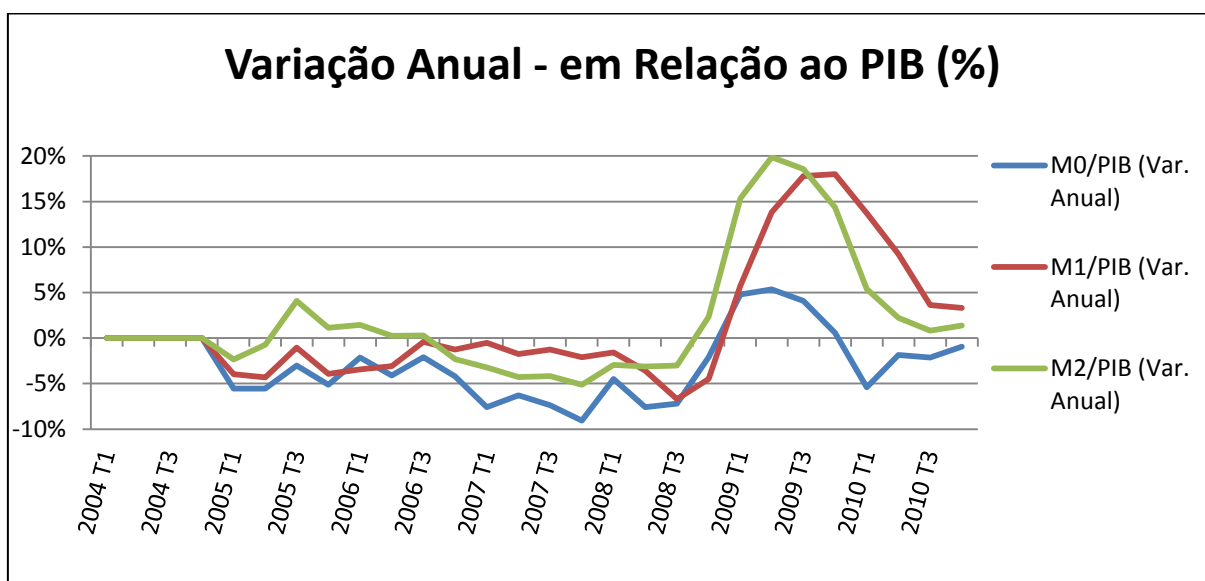


Gráfico 4: Variação Agregados Monetários

Fonte: PBC, NBSC; cálculo do autor.

A base monetária (M0) chegou ao final de 2010 com valor nominal de 4,2 trilhões de Yuan. Como proporção do PIB sofreu redução no período estudado, iniciou a série em 14,6% e chegou ao final de 2010 com 10,7%, essa relação pode ser observada no Gráfico 6. A demanda por moeda tem um acréscimo sazonal no primeiro trimestre. No Brasil essa elevação na demanda por moeda ocorre em dezembro em virtude das compras de fim de ano (MEURER, 1998), na China o aumento da demanda, possivelmente, coincide com o Ano Novo Chinês, que depende do calendário local e oscila entre início de janeiro e final de fevereiro. Durante o recesso, que dura aproximadamente dez dias, uma massa de dezenas de milhões de trabalhadores das grandes cidades industriais, que são oriundos das zonas rurais, retornam para suas cidades natais, o que resulta em uma maior quantidade de moeda demandada durante este período (WALDMEIR, 2012; RABINOVITCH, 2012).

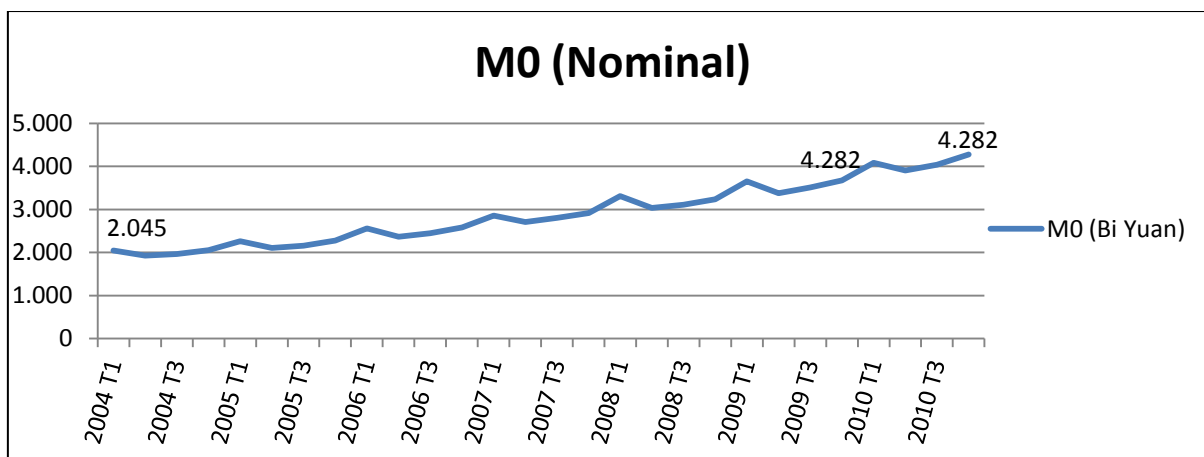
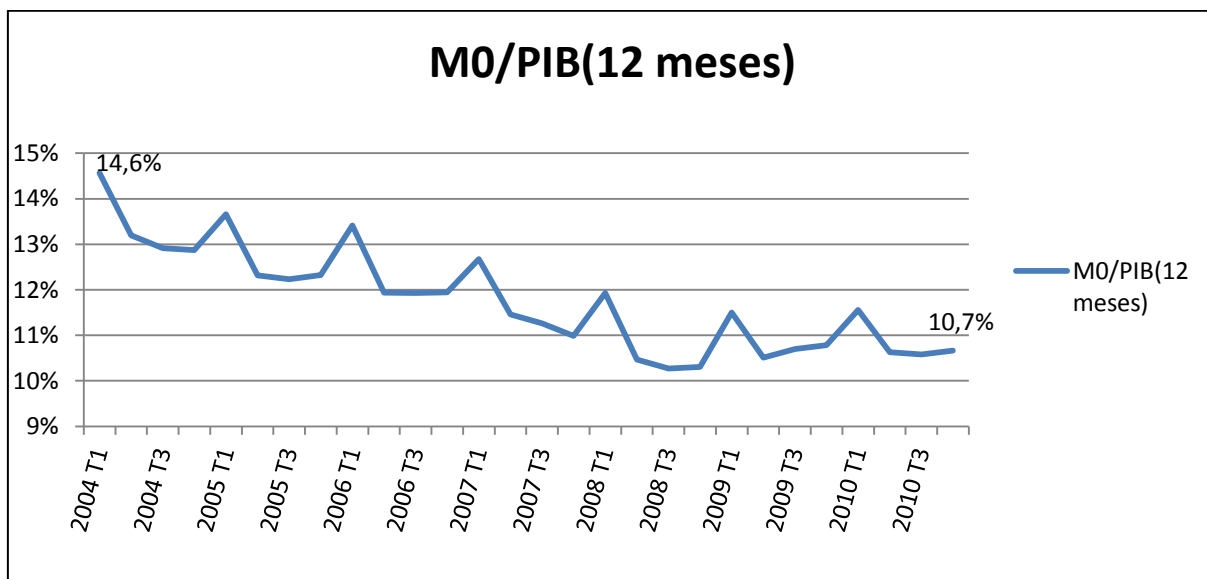


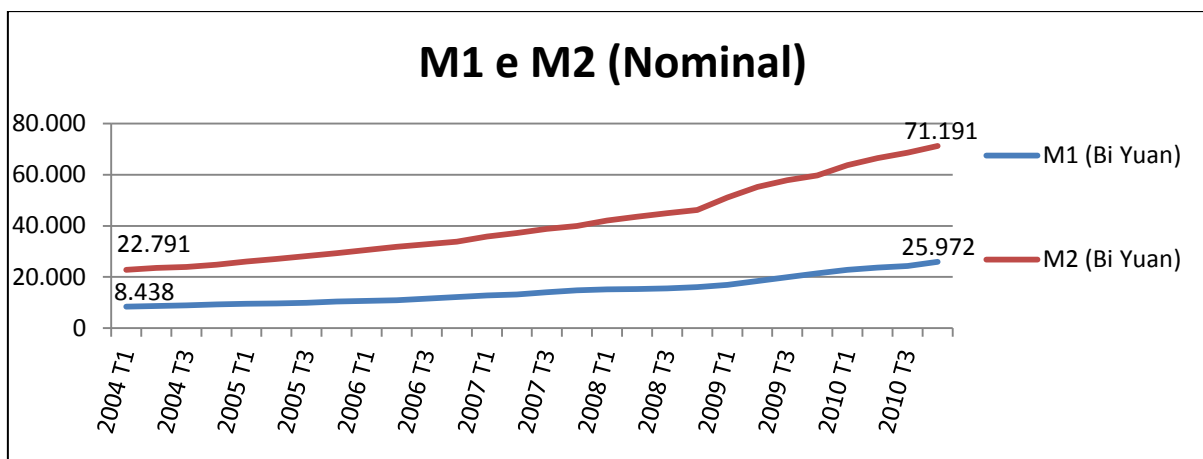
Gráfico 5: Base Monetária (Valores nominais)

Fonte: PBC

**Gráfico 6: M0/PIB**

Fonte: PBC, NBSC; cálculo do autor.

Os agregados M1 e M2 (definidos nas equações (iv) e (v)) triplicaram em valores nominais entre 2004 e 2010 (Gráfico 7).

**Gráfico 7: M1 e M2 (Valores Nominais)**

Fonte: PBC

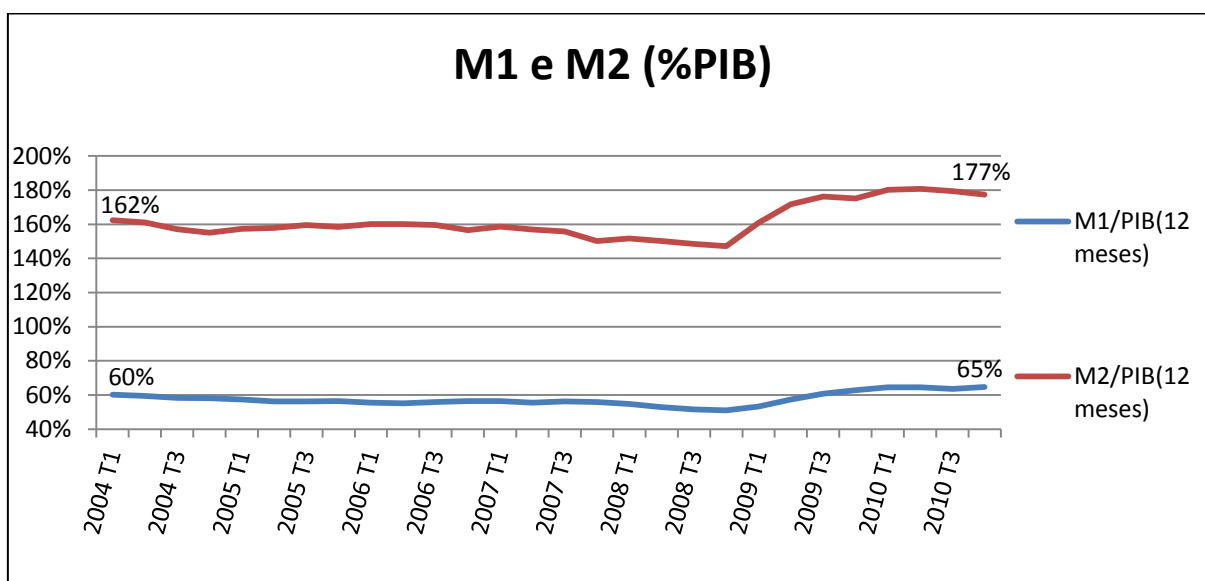


Gráfico 8: M1 e M2 (% PIB)

Fonte: PBC, NBSC; cálculo autor.

Tomando o ano de 2004 como base vê-se que todos os agregados monetários estavam em trajetória decrescente quando comparados com o PIB. No Gráfico 9 os trimestres de 2004 são tomados como base e recebem o valor 100. A partir de 2005 os agregados reduzem sua proporção ao PIB, o valor mínimo é obtido no segundo trimestre de 2008. A maior redução desse período é de M0. Desde o terceiro semestre de 2008, com maior intensidade em 2009, os agregados M1 e M2 invertem a tendência e apresentam expansão. M0 tem uma ligeira elevação, mas retoma sua tendência de queda, de modo a terminar a série com redução de 20%. M1 e M2 expandiram 8% e 11% respectivamente.

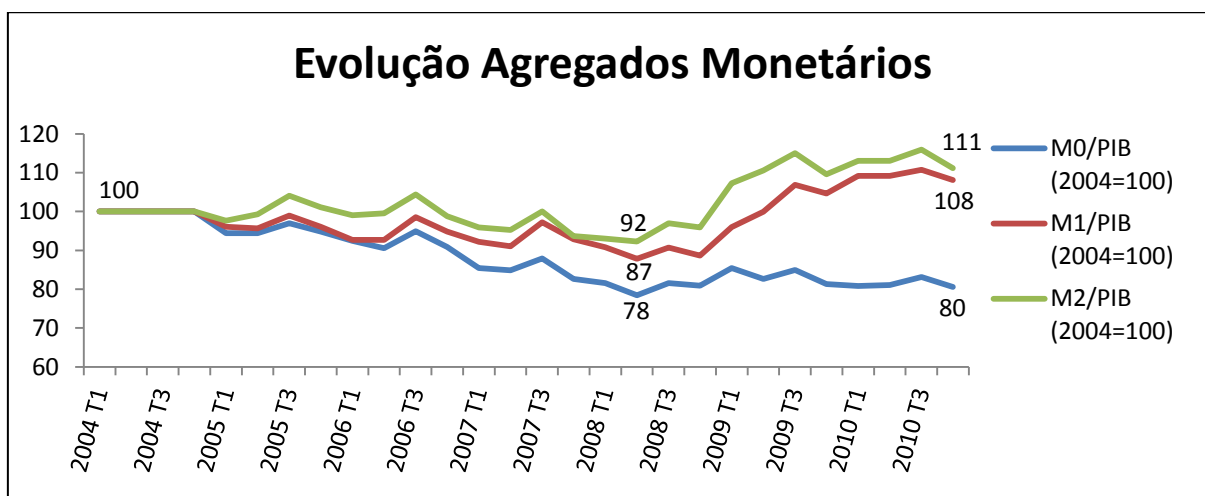


Gráfico 9: Evolução Agregados Monetários

Fonte: PBC, NBSC; cálculo do autor.

As reservas internacionais do PBC tiveram um incremento de aproximadamente 2,7 trilhões de dólares entre 2004 e 2010. A crise financeira no segundo semestre de 2008 reduziu a velocidade de crescimento, entretanto as reservas continuaram a crescer em todos os trimestres.

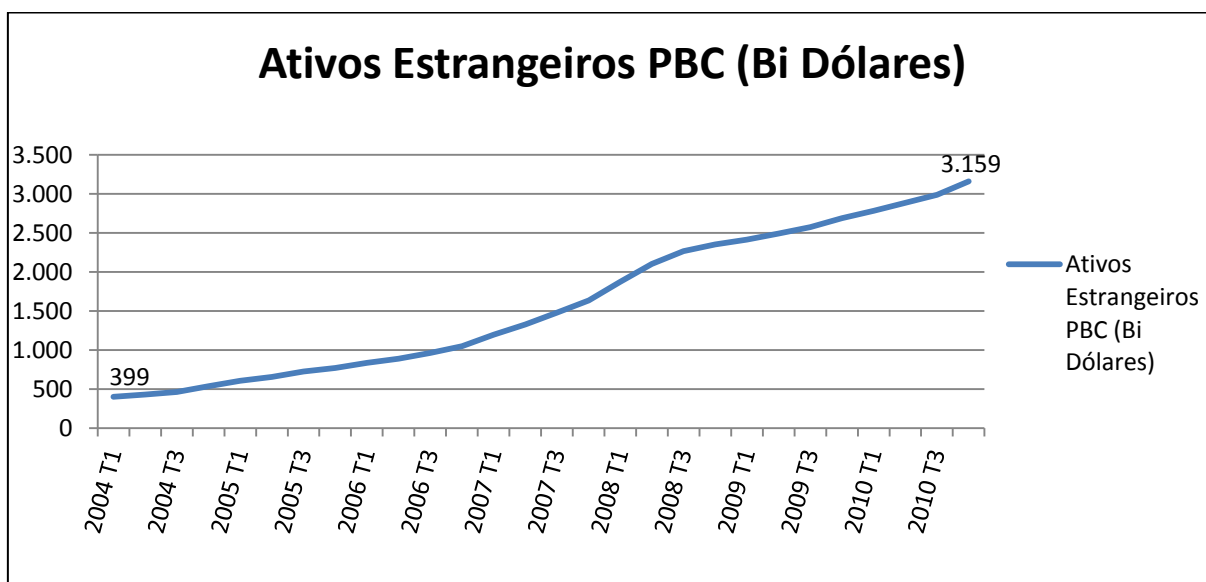


Gráfico 10: Ativos Estrangeiros de posse do PBC

Fonte: PBC

Em proporção ao PIB as reservas internacionais cresceram rapidamente entre 2004 e 2007, perdendo força em 2008. Em 2010 a proporção de Ativos Estrangeiros/PIB sofre redução, ver Gráfico 11. No primeiro trimestre de 2010 teve início o programa do PBC de inserir a Yuan nas transações internacionais o que contribuiu, ainda que em pequena escala, para a redução da oferta interna de moeda estrangeira. O superávit da balança comercial, Gráfico 1, se situou abaixo de 4% do PIB ao longo 2010 com expectativas de contínua redução para 2011 (PBC, 2010). Yang (2011a) exemplifica as preocupações dos acadêmicos e dos policymakers chineses sobre a política de acumulação de ativos estrangeiros realizada pelo PBC. Segundo Yang o balanço do PBC está demasiadamente exposto a flutuações no valor dos ativos estrangeiros. Os relatórios divulgados trimestralmente pelo PBC também apontavam para a formulação de uma política monetária com menor necessidade de esterilização, e conseqüentemente, menor acúmulo de divisas internacionais.

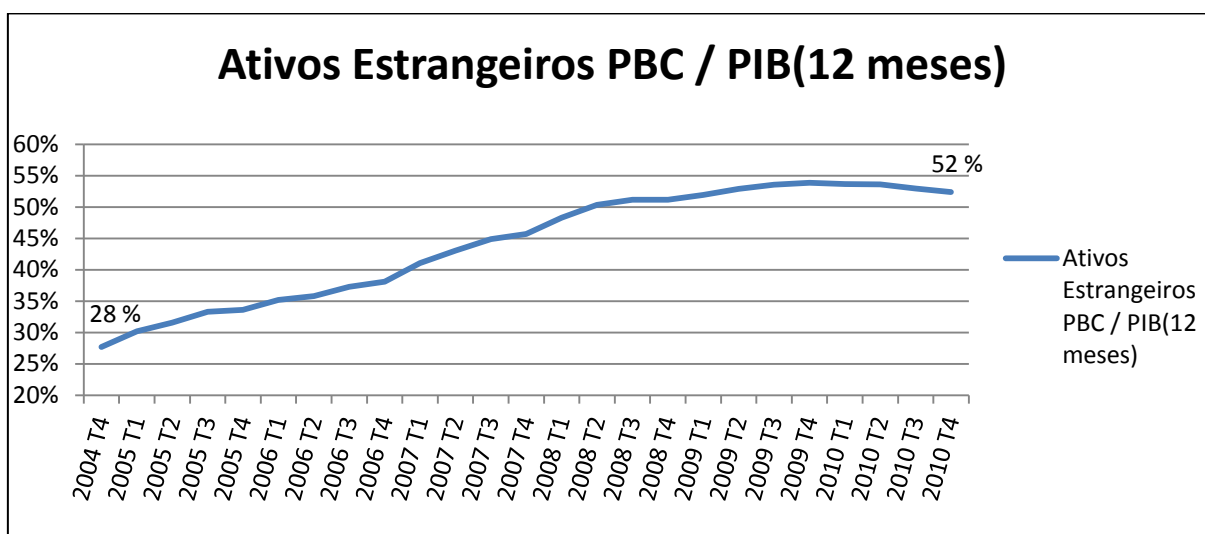


Gráfico 11: Ativos Estrangeiros/PIB

Fonte: PBC, NBSC; cálculo do autor.

Através do balanço do PBC pode-se verificar como se desenvolveu a esterilização monetária no período. Conforme as reservas internacionais se elevavam os títulos vendidos pelo PBC e os depósitos obrigatórios se elevavam na mesma magnitude (Gráfico 12). O PBC optou por utilizar principalmente a elevação das reservas monetárias como forma de realizar a esterilização. Huang (2010) sugere que essa preferência tem ocorrido para que a taxa de juros permanecesse baixa, negativa em termos reais, e assim manter o alto nível de investimento da economia chinesa. Quando o PBC eleva a oferta de títulos o preço dos mesmos tende a cair, e com isso a taxa de juros eleva-se. O mercado financeiro chinês também possui dimensões limitadas e não suportaria uma oferta elevada de títulos (MCKINNON; SCHNABL, 2009).

Todavia o sistema monetário chinês passou por um período de elevação do multiplicador monetário, da ordem de 50% (Gráfico 13), subindo de 4,1 para 6,1. Isso significa que o sistema financeiro chinês consegue realizar um maior número de operações, com a mesma base monetária em 2010 do que realizava em 2004. O PBC acompanha a elevação do multiplicador monetário em seu relatório trimestral, assim como o nível de inflação e a quantidade de empréstimo realizado no período.

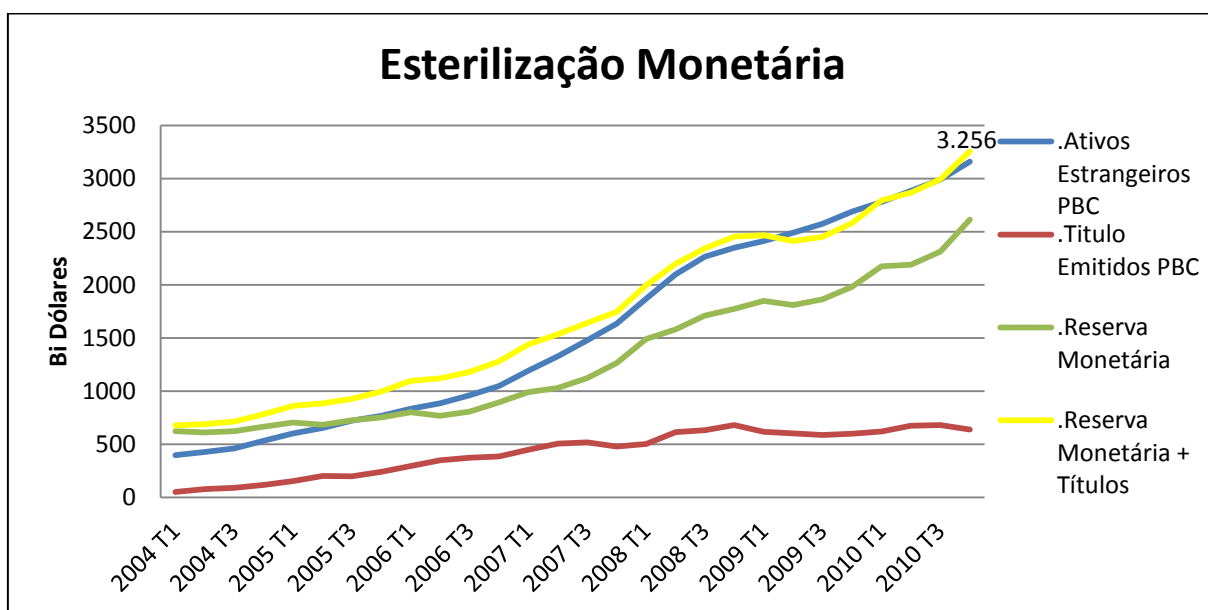


Gráfico 12: Esterilização Monetária

Fonte: PBC; cálculo do autor.

Outra vantagem da utilização das reservas monetárias como forma de controle da base monetária é que as reservas monetárias tem custo inferior aos títulos. A colocação de títulos, através de operações de mercado aberto, trazem encargos com juros e futuras amortizações. As reservas obrigatórias eram de 6% em 2004 subiram gradualmente e atingiram 17,5% em 2008. (MCKINNON; SCHNABL, 2009).

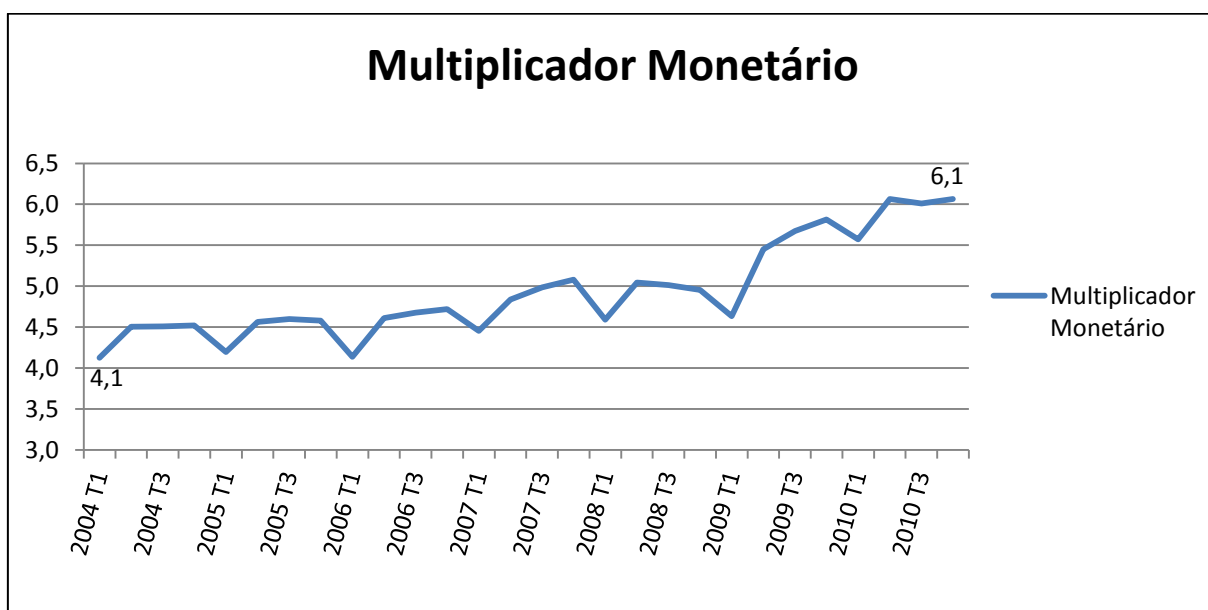


Gráfico 13: Multiplicado Monetário

Fonte: PBC; cálculo do autor.

Mesmo o PBC utilizando a variação das reservas monetárias como principal ferramenta esterilizadora, o estoque de títulos emitidos pelo PBC teve uma elevação superior a 1.000%, sendo de 52 bilhões de dólares no primeiro trimestre de 2004 e 640 bilhões de dólares no final de 2010 (Tabela 2). Os ativos estrangeiros são nominados em dólares e euro, ambos possuem rendimentos nominais anuais próximos de zero, enquanto que os títulos emitidos pelo PBC são emitidos em Yuan, que possuem juros próximos de 2% a.a., assim quando o PBC realiza compra de reservas internacionais e esteriliza com vendas de títulos, acarreta um ônus financeiro, uma vez que o rendimento recebido pelas reservas internacionais não serão suficientes para arcar com as despesas de juros dos títulos emitidos.

Período	Ativos Estrangeiros PBC (Bi Dólares)	Título Emitidos PBC (Bi Dólares)	Reserva Monetária(Bi Dólares)
2004 T1	\$399,17	\$52,24	\$625,90
2004 T2	\$429,59	\$79,11	\$612,59
2004 T3	\$463,16	\$90,61	\$625,05
2004 T4	\$534,64	\$118,92	\$665,80
2005 T1	\$604,48	\$155,56	\$705,89
2005 T2	\$653,44	\$202,48	\$685,32
2005 T3	\$722,68	\$201,06	\$727,77
2005 T4	\$769,74	\$241,79	\$755,46
2006 T1	\$836,01	\$295,12	\$802,82
2006 T2	\$886,74	\$349,62	\$770,71
2006 T3	\$962,06	\$374,45	\$807,30
2006 T4	\$1.048,74	\$387,19	\$895,48
2007 T1	\$1.194,35	\$448,50	\$992,41
2007 T2	\$1.328,82	\$506,00	\$1.030,00
2007 T3	\$1.479,76	\$519,58	\$1.124,38
2007 T4	\$1.635,79	\$480,88	\$1.265,65
2008 T1	\$1.871,35	\$504,31	\$1.492,77
2008 T2	\$2.101,78	\$616,74	\$1.582,41
2008 T3	\$2.265,24	\$632,50	\$1.712,34
2008 T4	\$2.351,13	\$681,48	\$1.774,76
2009 T1	\$2.413,08	\$619,39	\$1.849,58
2009 T2	\$2.492,73	\$602,35	\$1.810,58
2009 T3	\$2.575,62	\$587,78	\$1.866,43
2009 T4	\$2.689,95	\$600,77	\$1.982,13
2010 T1	\$2.781,52	\$621,07	\$2.174,26
2010 T2	\$2.887,51	\$677,24	\$2.189,91
2010 T3	\$2.990,38	\$682,26	\$2.313,86
2010 T4	\$3.159,23	\$640,56	\$2.615,92

Tabela 2: Balancete do PBC (Itens selecionados)

Fonte: PBC

McKinnon e Schnabl (2009) notaram que a esterilização praticada pelo PBC não estancou completamente a variação da base monetária. Para eles a política foi efetiva entre 2005 e até meados de 2008, período no qual os autores denominam a China como força deflacionária mundial, desde meados de 2008 a massiva entrada de capital fez com que os agregados monetários afetassem a inflação doméstica (Gráfico 15) transformando a China em uma força inflacionária mundial. A ameaça inflacionária foi contida em 2009 em decorrência do choque deflacionário ocasionado pela crise financeira nos Estados Unidos, segundo os autores.

4 CUSTO DA ESTERILIZAÇÃO MONETÁRIA

Apesar do constante superávit na Balança de Pagamentos (Gráficos 1 e 2) a base monetária em proporção ao PIB reduziu-se durante o período (Gráfico 6). No mesmo período os ativos estrangeiros de posse do PBC saltaram de 399 bilhões de dólares para 3.159 bilhões de dólares. Em termos de PIB, em 2004 representava 28% do PIB chinês, e no final de 2010, 52%. Os agregados M1 e M2 tiveram elevação no período, entretanto foram altas modestas se comparadas com o acréscimo das reservas internacionais, altas de 8% para M1 e 11% para M2. Ainda, essas altas ocorreram após a crise financeira de 2008, os agregados apresentavam tendência de queda até o segundo trimestre de 2008, e apenas após a crise iniciaram o período de elevação.

Em 2006 Goodfriend (2006) questionava a viabilidade do PBC de sustentar o equilíbrio da base monetária diante deste cenário – câmbio fixo e elevado fluxo de capital:

A situação parece insustentável. Deveríamos concluir que o PBC possui o alcance, e a flexibilidade, apesar da restrição da taxa de câmbio, de gerenciar o crescimento das reservas bancárias ao longo do tempo para maximizar o potencial da política monetária estabilizando assim as condições macroeconômicas? Nós pensamos que não. Dado uma meta de taxa de câmbio, somente por acidente as taxas de juros de curto prazo forneceram a estabilidade de preços na China compatível com as taxas de curto prazo e com os resultados da balança externa. Elevadas taxas de juros irão atrair capital e colocar pressão no sentido de uma valorização da taxa de câmbio; baixas taxas de juros irão causar fuga de capital e pressionar por uma desvalorização na taxa de câmbio (GOODFRIEND, 2006, tradução do autor).

Goodfriend (2006) acredita que a manutenção do regime cambial fixo irá trazer desequilíbrio macroeconômico. Entretanto, nenhuma das variáveis fugiu do controle do PBC entre 2004 e 2010. A meta de taxa de câmbio foi cumprida, os agregados monetários não explodiram, e a inflação permaneceu sob relativo controle. A explicação pode ser vista, ao menos em parte, com os argumentos de Yang (2011b) de que o PBC praticou um controle rígido sobre o fluxo de capitais e elevadas taxas de reservas bancárias. Huang (2010) também apresenta um argumento importante, a inexistência de um mercado livre de taxas de juros. Com todas essas barreiras o PBC conseguiu manter a estabilidade do câmbio, dos agregados monetários, da inflação e acelerado crescimento do PIB até o final de 2010.

Quando se observa a taxa de crescimento trimestral das reservas monetárias depositadas no PBC, e o crescimento dos ativos estrangeiros provenientes das operações de esterilização monetária (Gráfico 12 e Gráfico 14) observa-se que o PBC utilizou ativamente essa ferramenta como forma de impedir a expansão da base monetária. Yang (2011b) e

Goodfriend (2006) concordam que a elevada taxa de reserva monetária é um problema para a economia chinesa. Ativos que poderiam ser utilizados para empréstimo na economia real são destinados a reservas no PBC. Uma elevação do nível geral de empréstimos poderia levar a inflação, entretanto esses autores argumentam que a quantidade disponível para empréstimos está prejudicada, a liquidez do sistema financeiro é reduzida, e os recursos disponíveis são destinados a grandes clientes e grandes projetos, excluindo pequenos e médios empresários do mercado de crédito formal, e beneficiando grandes projetos de infraestrutura que em sua maioria são estatais.

Construindo um índice de base móvel, tendo 2004 igual a 100, podemos verificar que o comportamento do acréscimo das reservas monetárias e dos ativos estrangeiros possui o mesmo sentido. Pode-se averiguar no Gráfico 14 que quando os estrangeiros aumentam em relação ao período anterior o mesmo acontece com as reservas monetárias.

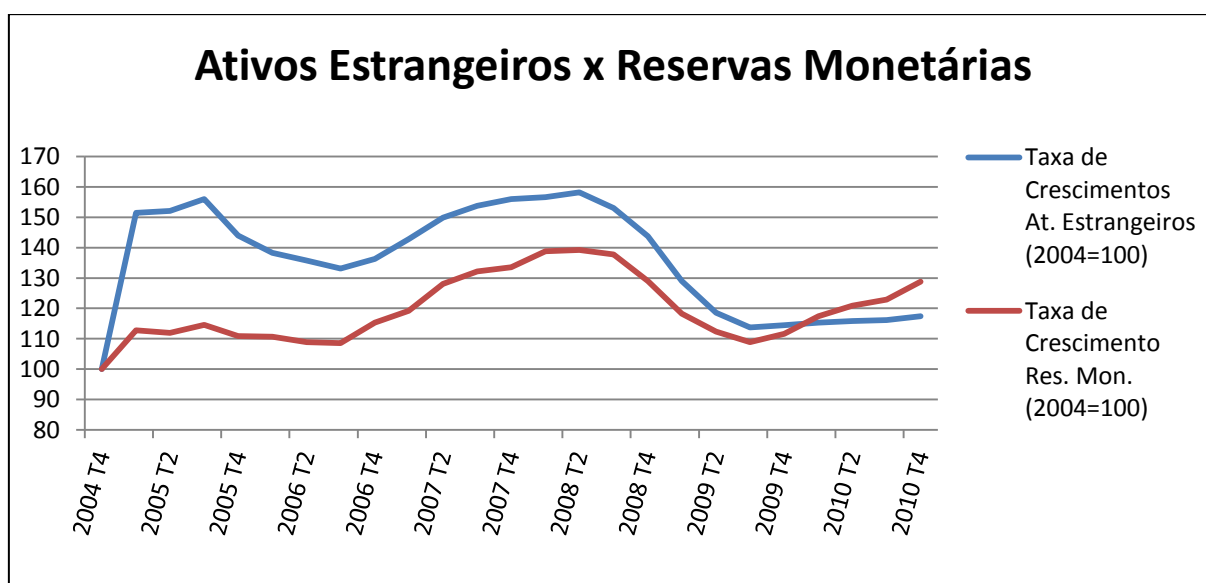


Gráfico 14: Taxa de Crescimento das Reservas Monetárias x Ativos Estrangeiro
Fonte: PBC; cálculo do autor.

Entre o ano 2004 e 2009 a taxa de inflação anual na economia chinesa sofreu períodos de forte aceleração, superando a marca de 8% a.a. no início de 2008, e três trimestres de deflação durante o ano de 2009. A rápida elevação do preço das commodities no período pré-crise é apontada como o fator que culminou com a forte expansão inflacionaria entre 2007 e início de 2008. A inflação arrefeceu após a crise financeira de 2008, junto com a queda no mercado internacional dos preços das commodities. No âmbito interno o PBC manipulou o nível de reservas bancárias para controlar a liquidez.

Pode-se observar que a taxa de juros reais é negativa em grande parte do período estudado. Para Yang (2011b) a taxa de juros baixa é necessária para manter a relação Investimento/PIB elevada. Para alcançar a meta de crescimento do PIB o PBC mantém a taxa de juros reais negativas e controla a liquidez na economia interna basicamente através de elevações nas reservas bancárias.

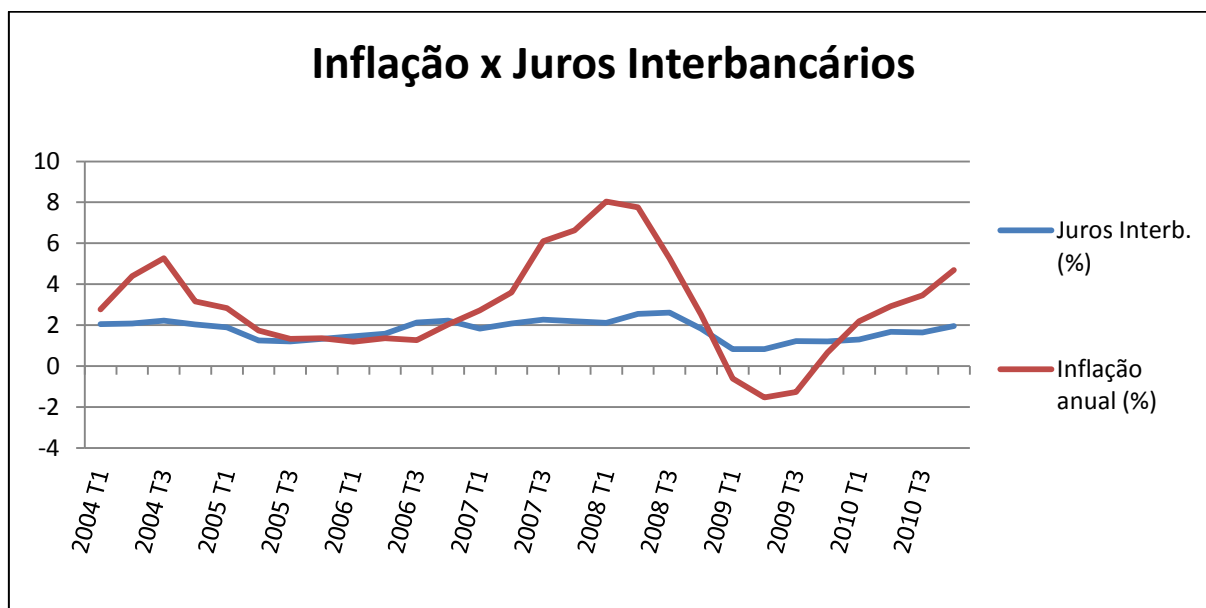


Gráfico 15: Inflação x Juros Interbancários 2004 -2010.

Fonte: PBC

A elevada taxa de inflação vivenciada pela China em meados de 2007 e 2008 é, segundo McKinnon e Schnabl (2009), um indício de que pensar que a valorização cambial acarreta deflação é um equívoco. A expansão da base monetária pressionou o nível interno de preços. Segundo McKinnon e Schnabl (2009) o PBC não esterilizou na totalidade a entrada de ativos estrangeiro neste período. A China que vinha desempenhando um papel deflacionário em nível mundial entre 2005 e 2007 passou, segundo os autores, a exercer uma pressão inflacionária entre meados de 2007 e final de 2008. Como o país viveu uma valorização cambial entre 2005 e 2008, os autores indicam que não é inequívoca a relação entre valorização cambial e deflação. Ainda, segundo os autores, a situação foi agravada pelo regime de valorização anunciada, o que reduz o poder deflacionário da valorização e ainda acarreta a entrada de “hot money” que pressiona ainda mais a base monetária.

Yang (2011a e 2011b) mostra como o PBC gerenciou a política monetária no sentido de manter e elevado crescimento do produto interno e constante esterilização monetária trouxe como resultado uma baixa participação do consumo no produto. A esterilização

monetária, segundo Yang (2011c), significa uma absorção do potencial de investimento e consumo que advém do superávit comercial. Como as demais políticas do governo são voltadas para o investimento, o consumo interno é duplamente prejudicado.

O resultante direto da esterilização realizada pelo PBC é o acúmulo de reservas internacionais. No fim de 2010 somavam mais de três trilhões de dólares e representavam 52% do PIB (Gráfico 11). Esses ativos estrangeiros estão denominados em Dólar, Euro e Yen, e apresentam rendimentos nominais próximos de zero, e reais negativos. Yang (2011a) aponta dois custos como consequência da esterilização. O primeiro deles é fiscal, proveniente da diferença entre as taxas de juros praticadas. Os ativos estrangeiros possuem rendimentos inferiores aos ativos denominados em Yuan. O segundo é implícito, a esterilização provoca restrição de liquidez e mantém o consumo reduzido.

Huang (2010) e Yang (2011b) ainda apontam outro problema: o sistema financeiro chinês. Dominado por quatro grandes bancos o sistema financeiro chinês não é eficiente. O crédito é destinado para projetos com finalidades políticas e grandes empresas. Com liquidez restrita apenas grandes agentes conseguem ter acesso ao crédito. O crédito ao consumo e as pequenas e médias empresas é praticamente inexistente. Como a taxa de juros é utilizada para subsidiar o investimento é mantida em nível baixo. O retorno real dos depósitos é negativo. Mantêm-se assim um mercado informal de crédito alimentado por depositantes à procura de retorno real positivo, e por pequenas e médias empresas que necessitam tomar recursos emprestados e não encontram crédito nas instituições oficiais.

4.1 Possíveis soluções

Goodfriend (2006) apresentou como solução a adoção pelo PBC de metas de inflação e o abandono da política de câmbio fixo. A esterilização monetária não seria mais necessária, pois a taxa de câmbio tenderia a se valorizar e o superávit na BP seria eliminado. O PBC teria o controle da inflação e poderia utilizar as demais ferramentas de política monetária para manter o crescimento elevado, deixando o câmbio com flutuação livre.

McKinnon (2006 e 2009) expõe as limitações da saída proposta por Goodfriend. O abandono da âncora cambial poderia levar a China a um círculo deflacionário. Os investimentos tenderiam a cair drasticamente e a economia entraria em uma armadilha de liquidez. Para McKinnon o PBC deve manter a paridade cambial. A diferença entre a inflação interna e internacional fará com que a taxa de câmbio tenda ao equilíbrio. Assim os salários, o

investimento, e o produto continuariam a crescer e com o tempo a situação na balança de pagamentos se estabilizará na medida em que o câmbio real se aprecie via diferencial inflacionário.

Yang (2011a, 2011b e 2011c) afirma que a situação não possui uma solução de curto prazo. As soluções deveriam contar com o avanço do consumo interno. O maior consumo elevaria as importações, reduziria as exportações, reduzindo assim o superávit comercial. Paralelo a isso o PBC deveria tomar providencias para reduzir suas reservas internacionais. Procurar saídas de longo prazo, introduzir o Yuan em negociações internacionais aliviaria a pressão sobre as reservas internacionais. Para Eichengreen (2012) o Yuan ainda possui elevados obstáculos antes de alcançar o status de divisa internacional.

Entretanto o PBC deu o passo inicial permitindo em 2009 que negócios internacionais fossem fechados em Yuan e firmou uma série de acordos bilaterais nesse sentido. Permitiu que se instalasse em Hong Kong um mercado secundário para títulos denominados em Yuan. Os resultados iniciais podem ser vistos em relatórios recentes como o divulgado pela CEPAL:

Em julho de 2009 a China introduziu um sistema piloto para promover o uso do Yuan em seus pagamentos comerciais internacionais. Este esquema operava inicialmente em Hong Kong (Região Administrativa Especial da China), Macao (China) e os países da Associação de Nações da Ásia Sudoriental (ASEAN). Em 2010 o sistema se ampliou para mais vinte cidades e províncias para todos os países do mundo, cobrindo mais de 90% das exportações. Em agosto de 2011 o sistema se estendeu para todo o país (CEPAL, 2012, tradução do autor).

Exportações e Importações em Yuan

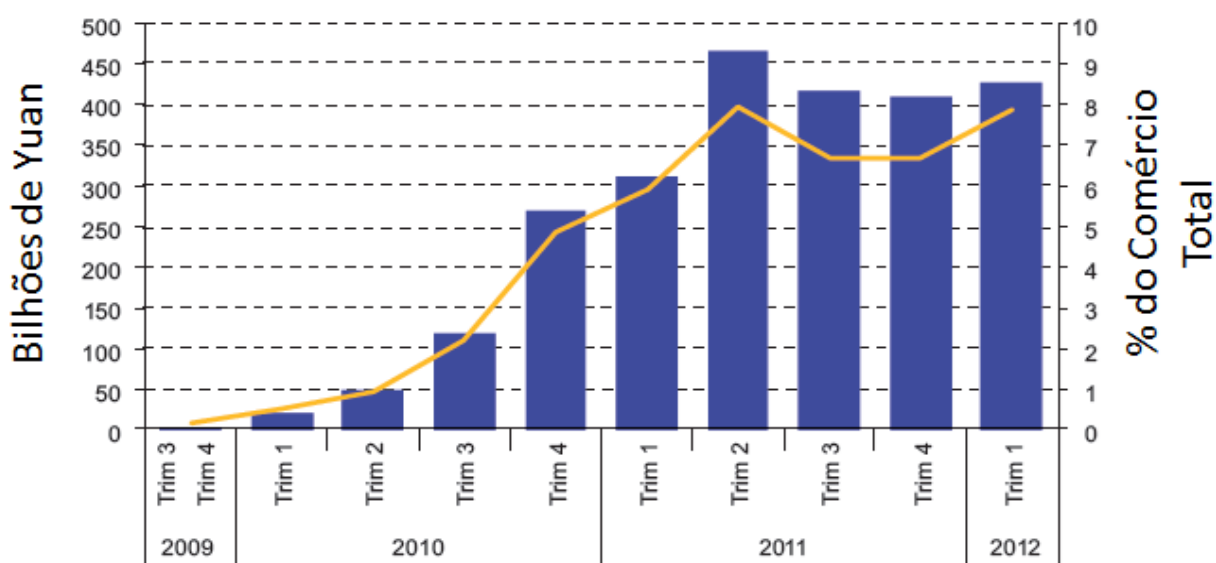


Gráfico 16: Exportações x Importações em Yuan

Fonte: PBC, Cepal 2012.

Todavia a elevação da participação do Yuan no comércio mundial é incerta. O PBC não possui autonomia e suas decisões são constantemente influenciadas por influência política. O mercado secundário para os títulos denominados em Yuan é incipiente. Essa primeira fase de inserção do Yuan no mercado internacional foi liderado por negociações entre empresas chinesas. Para continuar expandindo sua participação no comércio internacional o Yuan teria de ser aceito por empresas e governos de outros países, para isso a confiança na moeda, na gestão monetária chinesa, e no crescimento da economia chinesa precisam provar ao mundo que são confiáveis (YANG, 2011a e 2011c).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Segundo Cardim (2000) e Mishkin (2000) a variação da base monetária afetam os meios de pagamento (equação (i)) e os meios de pagamento possuem influência no nível de preços. O PBC possui como meta a estabilidade de preços, o crescimento do produto e baixo nível de desemprego na economia. Para Mishkin (2000) um Banco Central deve adotar metas mensuráveis e de fácil observação. Para conter a elevação de preços na economia o PBC deve controlar o crescimento da base monetária durante o período. O constante superávit internacional trouxe um fluxo considerável de ativos estrangeiros para economia chinesa. Para conter a influência dessa entrada de capital estrangeiro o PBC realizou operações denominadas por Mishkin como “operações esterilizadoras”, para isso comprou ativos estrangeiros no mercado e em contrapartida vendeu títulos ou elevou o nível de reservas obrigatórias das instituições financeiras. Essas operações previstas na teoria de política monetária, ver seção 2.6, foram o norte do PBC no período analisado.

A necessidade de esterilização monetária na China já passou pelo seu auge. O menor superávit comercial é visto por Yang e Huang como benéfico e deve permanecer por longo período, existindo assim menor pressão pela entrada de divisas líquidas estrangeiras. Os investimentos financeiros de curto prazo, “hot money”, perderam intensidade, aparentemente o Yuan deixou de estar em um patamar excessivamente desvalorizado. (YANG, 2011; HUANG et al., 2010). De modo que os autores apontam que a relação “Ativos Internacionais x PIB” deve continuar a cair nos próximos anos.

A inserção do Yuan em 2010 no comércio internacional através de acordos bilaterais tem mostrado bons resultados. O relatório trimestral do PBC tem acompanhando de perto a evolução do Yuan no comércio exterior. As projeções do PBC indicam que em 2012 o Yuan já será responsável por uma parcela superior a 10% do comércio internacional chinês. Porém a avanço do Yuan como reserva de valor internacional possui elevados obstáculos. Conforme aponta Eichengreen (2012) é necessário a construção de um mercado secundário para títulos denominados em Yuan, o mercado de capitais chinês ainda necessita passar por uma reforma liberalizante, e os bancos centrais internacionais necessitariam acreditar no Yuan como reserva estável de valor e investir parte de suas reservas nesta moeda. Atualmente os agentes que utilizam o Yuan nas transações internacionais são empresas multinacionais chinesas, realizando negócios entre si.

A discussão sobre o regime cambial tende a perder força. A medida que o Yuan tende para seu valor de “equilíbrio” as pressões internacionais para posteriores desvalorizações serão menores. O ajuste monetário praticado pelos EUA após a crise de 2008 iniciou um ajuste da cotação do dólar em escala global. Yang aponta que superávit comercial inferior a 2% do PIB como indício de que o câmbio chegou a seu ponto de equilíbrio. A sugestão do FMI para que as autoridades chinesas abandonassem o regime de câmbio fixo e adotasse as metas internas de inflação não foi ouvida. McKinnon sugere que o regime atual seja mantido, e que valorização do Yuan perante o dólar poderia desencadear uma sequência de deflação e redução dos salários reais, do lucro, e da taxa de investimento. Até o momento não há indícios de que as autoridades chinesas irão alterar seu regime cambial no curto prazo.

O PBC elevou constantemente as reservas bancárias a fim de evitar uma expansão da base monetária, preferiu-se esse instrumento a utilizar as operações de mercado aberto. Assim, aponta Huang, o mercado de crédito doméstico ficou prejudicado, apesar de as taxas de juros serem baixas no período, em termos reais são negativas na maior parte do período estudado. Pequenas e médias empresas encontram dificuldades para se financiar. O crédito destinado ao consumo também é praticamente inexistente. Yang chama a atenção para a concentração do crédito em investimentos estatais. Devido ao formato altamente concentrado do sistema financeiro chinês, os quatro principais bancos estatais concentram quase todo crédito disponível, os empréstimos são destinados para investimento geridos pelo governo. Caso estes investimentos não gerem recursos suficientes para quitar esses empréstimos a saúde do sistema financeiro chinês pode estar em risco.

As medidas adotadas pelas autoridades chinesas têm-se demonstrado pragmáticas. As decisões são tomadas considerando o conjunto da economia, o país busca manter o elevado nível de crescimento econômico com estabilidade macroeconômica, para que a incorporação da parte da população que ainda vive em regime de subsistência seja completada.

REFERÊNCIAS

BOCCHI, João I. (org.) **Monografia para Economia**. São Paulo: Saraiva, 2004.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CEPAL, **Panorama de la inserción internacional de America Latina y el Caribe**, 2012.

CNM/COORDENAÇÃO DE MONOGRAFIA. **Roteiro para elaboração de Projeto de Monografia**. Florianópolis: Departamento de Ciências Econômicas/Coordenação de Monografia, 2007. Disponível em: <<http://www.cse.ufsc.br/~gecon/>> Acessado em: 12/09/2012.

EICHENGREEN, B. **The Remmambi Challenge**, 2012 Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/can-china-have-an-international-reserve-currency-by-barry-eichengreen>> Acessado em 03/10/2012.

GOODFRIEND, M. e PRASAD, E.. **A Framework for Independent Monetary Policy in China**. IMF Working Paper, 2006.

GOODFRIEND, M.. **Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer**. International Finance. Reprinted in Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond, 2004.

GOWLAND, D.. **Contolling the Money Suply**, Croom Helm, 1982.

GREEN, S. “**Making Monetary Policy Work in China: A Report from the Money Market Front Line**,” manuscript (Shanghai, China: Standard Chartered Bank), 2005.

HUANG, Y. at all, Video: **China's Economy in 2012 at the New York Stock Exchange: Panel 1**, Disponível em: <<http://www.youtube.com/watch?v=1Ss1tYnnqTc>> Acessado em 05/10/2012.

HUANG, Y., at all, **Financial Reform in China: Progresses and Challenges**, China Macroeconomic Research Center, Peking University, China, 2010.

LUI, A., A e Ouriques H. R. **Trajectoria Desenvolvimentista Chinesa e os Aspectos do Comércio entre Brasil e China**, Monografia, Florianópolis, 2010.

MCKINNON, R.. **China's Expansion Rate Policy and Fiscal Expansion**. SIEPR, Stanford Institute for Economic Policy Research, 2009.

MCKINNON, R. **Chinas's Exchange Rate Trape: Japan Redux?**. SIEPR, Stanford Institute for Economic Policy Research, 2006.

MCKINNON, R., SCHNABL, G., **The Case for Stabilizing China's Exchange Rate: Setting the Stage, for Fiscal Expansion**, *China & World Economy* / 1 – 32, Vol. 17, No. 1, 2009.

MENJIVAR, L. e SALAZAR, J., **World Economic and Financial Surveys: Growth Resuming - Dangers Remain**, Washington, DC, IMF, 2012.

MEURER, R. e SAMOBYL, R.W. **O que há por trás da Base Monetária, da Liquidez e da Dívida do Governo desde o Plano Real?** *Revista de Negócios*, v. 3, n. 4, 1998.

MEURER, R., MOURA, Guilherme Valle e NUNES, Maurício S. **O Vencimento de Dívida Pública Cambial Influencia a Taxa de Câmbio? Um Estudo Econométrico para o Brasil no período 2003-2004**. *Economia Aplicada*, v. 11, n.1, 2007.

MEURER, R.; TEIXEIRA, F.W. e TOMAZZIA, E.C. **Efeitos das Intervenções Cambiais à vista na Taxa de Câmbio R\$/US\$ de 1999 a 2008: Um Estudo de Evento**. *Revista Brasileira de Finanças*, V.8, n. 2, 2010.

MEURER, R.; TEIXEIRA, F.W. e TOMAZZIA, E.C. **Efeitos das Intervenções cambiais a vista na Taxa de Câmbio R\$/US\$: O Caso Brasileiro de 1999 a 2008**. *Economia Aplicada*. V. 14, n. 4, 2008.

MEURER, R. e SAMOBYL, R.. **Dívida Pública Mobiliária Federal Brasileira: História Recente e Perspectivas Explosivas. Análise Econômica**. Porto Alegre (RS), v. 20, n. 37, p. 89-105, 2002.

MISHKIN, F. S.. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. ed Rio de Janeiro: LTC, 2000.

NBSC, National Bureau of Statistical of China, Disponível em: <<http://www.stats.gov.cn/english/>> Acessado em: 10/09/2012.

PBC, China Monetary Police Report, Quarter four, 2010.

PBC, China Monetary Police Report, Quarter four, 2011d.

PBC, China Monetary Police Report, Quarter one, 2011a.

PBC, China Monetary Police Report, Quarter one, 2012.

PBC, China Monetary Police Report, Quarter three, 2011c.

PBC, China Monetary Police Report, Quarter two, 2011b.

PODPIERA, R. **Progress in China's Banking Sector Reform: Has Bank Behavior Changed?**. IMF Working Paper, 2006.

POOLE, W. **Money and the economy: A monetarist view**. Reading, Addison-Wesley Pub. Co., 1978.

PRASAD, E. e RAGHURAM, R. **China's Financial Sector Challenge**. Financial Times, 2005.

RABINOVITCH, S., **Chinese data suffer New Year hangover**, Financial Times, 2012. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5794874e-4cc3-11e1-8b08-00144feabdc0.html#axzz2Iuq0Y1QS>> Acessado em 11/01/2013.

REIN, S. **The end of cheap China**, The Economist Review, 2012.

ROUBINI, N. **Global Imbalances: A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations...**, 2005 Disponível em: <<http://www.economonitor.com/nouriel/2005/05/01/global-imbalances-a-contemporary-rashomon-tale-with-five-interpretations/>> acessado em 15/05/2012.

SALOMON, D. V. **Como fazer uma monografia**. 11.ed. SÃO Paulo: Martins Fontes, 2004.

WALDMEIR, P., **China: New Year, More Travel**, Financial Times, 2012. Disponível em: <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2012/01/27/china-new-year-more-travel/#axzz2IuroKpjN> Acessado em 11/01/2013.

YANG, Y. **China Should Import Deflation**, 2011c Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/china-should-import-deflation> Acessado em 03/10/2012> Acessado em: 15/05/2012.

YANG, Y. **China's \$3.2 Trillion Headache**, 2011a Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/china-s--3-2-trillion-headache>> Acessado em 15/05/2012.

YANG, Y. **China's Crippled Financial Sector**, 2011b Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/china-s-crippled-financial-sector>> Acessado em 15/05/2012.

ANEXOS

.Período	Balança Comercial (%PIB)	.Período	Balança Comercial (%PIB)
2004 T1	-1,80%	2007 T3	8,19%
2004 T2	0,88%	2007 T4	4,87%
2004 T3	2,20%	2008 T1	6,29%
2004 T4	3,21%	2008 T2	6,04%
2005 T1	4,97%	2008 T3	7,11%
2005 T2	5,11%	2008 T4	6,58%
2005 T3	5,00%	2009 T1	7,61%
2005 T4	3,17%	2009 T2	3,56%
2006 T1	5,85%	2009 T3	2,91%
2006 T2	6,60%	2009 T4	2,40%
2006 T3	7,12%	2010 T1	3,35%
2006 T4	5,94%	2010 T2	3,71%
2007 T1	9,43%	2010 T3	3,50%
2007 T2	8,93%	2010 T4	2,06%

ANEXO 1: Saldo Balança Comercial

Fonte: PBC, OMC; cálculo do autor.

.Período	.Saldo Conta Capitais (%PIB)	.Período	.Saldo Conta Capitais (%PIB)
2004 T1	5,39%	2007 T3	7,22%
2004 T2	5,93%	2007 T4	6,41%
2004 T3	4,82%	2008 T1	12,49%
2004 T4	8,64%	2008 T2	10,41%
2005 T1	9,80%	2008 T3	4,29%
2005 T2	4,36%	2008 T4	-0,66%
2005 T3	5,66%	2009 T1	-1,48%
2005 T4	2,61%	2009 T2	3,19%
2006 T1	5,37%	2009 T3	3,94%
2006 T2	0,88%	2009 T4	4,64%
2006 T3	3,66%	2010 T1	4,19%
2006 T4	2,50%	2010 T2	4,02%
2007 T1	9,24%	2010 T3	2,09%
2007 T2	6,27%	2010 T4	4,09%

ANEXO 2: Saldo Conta Capitais

Fonte: PBC, NSBC; cálculo do autor.

.Período	.Taxa Câmbio (Yuan/Dólar)	.Período	.Taxa Câmbio (Yuan/Dólar)
2004 T1	8,28	2007 T3	7,56
2004 T2	8,28	2007 T4	7,43
2004 T3	8,28	2008 T1	7,16
2004 T4	8,28	2008 T2	6,96
2005 T1	8,28	2008 T3	6,84
2005 T2	8,28	2008 T4	6,83
2005 T3	8,14	2009 T1	6,84
2005 T4	8,08	2009 T2	6,83
2006 T1	8,05	2009 T3	6,83
2006 T2	8,01	2009 T4	6,83
2006 T3	7,97	2010 T1	6,83
2006 T4	7,86	2010 T2	6,82
2007 T1	7,76	2010 T3	6,77
2007 T2	7,68	2010 T4	6,66

ANEXO 3: Taxa de Câmbio

Fonte: PBC

.Período	M0/PIB (Var. Anual)	M1/PIB (Var. Anual)	M2/PIB (Var. Anual)
2004 T1	-	-	-
2004 T2	-	-	-
2004 T3	-	-	-
2004 T4	-	-	-
2005 T1	-5,54%	-3,96%	-2,34%
2005 T2	-5,54%	-4,31%	-0,73%
2005 T3	-3,02%	-1,06%	4,09%
2005 T4	-5,14%	-3,92%	1,13%
2006 T1	-2,14%	-3,45%	1,45%
2006 T2	-4,13%	-3,10%	0,24%
2006 T3	-2,09%	-0,42%	0,27%
2006 T4	-4,20%	-1,25%	-2,32%
2007 T1	-7,60%	-0,53%	-3,22%
2007 T2	-6,29%	-1,75%	-4,29%
2007 T3	-7,39%	-1,26%	-4,16%
2007 T4	-9,06%	-2,12%	-5,14%
2008 T1	-4,50%	-1,57%	-2,95%
2008 T2	-7,59%	-3,58%	-3,11%
2008 T3	-7,20%	-6,71%	-3,03%
2008 T4	-2,12%	-4,51%	2,31%
2009 T1	4,80%	5,73%	15,32%
2009 T2	5,37%	13,84%	19,87%
2009 T3	4,09%	17,79%	18,56%

2009 T4	0,57%	17,99%	14,35%
2010 T1	-5,43%	13,73%	5,38%
2010 T2	-1,85%	9,21%	2,21%
2010 T3	-2,15%	3,62%	0,83%
2010 T4	-0,93%	3,33%	1,39%

ANEXO 4: Variação dos agregados monetários

Fonte: PBC, NSBC; cálculo do autor.

.Período	M0 (Bi Yuan)	.Período	M0 (Bi Yuan)
2004 T1	2.045,30	2007 T3	2.805,07
2004 T2	1.931,07	2007 T4	2.920,14
2004 T3	1.968,73	2008 T1	3.308,69
2004 T4	2.057,58	2008 T2	3.037,87
2005 T1	2.261,23	2008 T3	3.108,46
2005 T2	2.110,53	2008 T4	3.235,56
2005 T3	2.159,32	2009 T1	3.652,32
2005 T4	2.279,12	2009 T2	3.381,78
2006 T1	2.563,34	2009 T3	3.512,56
2006 T2	2.369,45	2009 T4	3.675,82
2006 T3	2.452,79	2010 T1	4.087,24
2006 T4	2.583,95	2010 T2	3.906,95
2007 T1	2.862,08	2010 T3	4.042,76
2007 T2	2.713,68	2010 T4	4.282,31

ANEXO 5: Base monetária (valores nominais)

Fonte: PBC

.Período	M0/PIB(12 meses)	.Período	M0/PIB(12 meses)
2004 T1	14,57%	2007 T3	11,26%
2004 T2	13,19%	2007 T4	10,99%
2004 T3	12,91%	2008 T1	11,93%
2004 T4	12,87%	2008 T2	10,46%
2005 T1	13,66%	2008 T3	10,27%
2005 T2	12,31%	2008 T4	10,30%
2005 T3	12,23%	2009 T1	11,50%
2005 T4	12,32%	2009 T2	10,51%
2006 T1	13,41%	2009 T3	10,70%
2006 T2	11,94%	2009 T4	10,78%
2006 T3	11,93%	2010 T1	11,56%
2006 T4	11,95%	2010 T2	10,63%
2007 T1	12,68%	2010 T3	10,58%
2007 T2	11,46%	2010 T4	10,67%

ANEXO 6: M0/PIB

Fonte: PBC, NSBC; cálculo do autor.

.Período	M1 (Bi Yuan)	M2 (Bi Yuan)
2004 T1	8.438,66	22.791,93
2004 T2	8.699,48	23.562,38
2004 T3	8.876,86	23.941,51
2004 T4	9.302,15	24.799,69
2005 T1	9.486,31	26.053,51
2005 T2	9.631,78	27.064,73
2005 T3	9.932,95	28.186,49
2005 T4	10.436,10	29.286,35
2006 T1	10.610,74	30.617,76
2006 T2	10.928,99	31.770,06
2006 T3	11.475,83	32.790,49
2006 T4	12.197,07	33.856,85
2007 T1	12.753,77	35.805,03
2007 T2	13.122,32	37.159,85
2007 T3	13.991,45	38.804,43
2007 T4	14.835,78	39.910,32
2008 T1	15.195,86	42.064,07
2008 T2	15.328,13	43.618,89
2008 T3	15.587,52	44.936,11
2008 T4	16.036,06	46.222,07
2009 T1	16.922,49	51.095,46
2009 T2	18.435,17	55.242,43
2009 T3	19.931,51	57.837,94
2009 T4	21.375,13	59.707,75
2010 T1	22.774,46	63.713,18
2010 T2	23.698,00	66.457,31
2010 T3	24.293,68	68.594,80
2010 T4	25.972,81	71.190,88

ANEXO 7: M1 e M2 (Valores nominais)

Fonte: PBC

.Período	M1/PIB(12 meses)	M2/PIB(12 meses)
2004 T1	60,11%	162,36%
2004 T2	59,44%	160,99%
2004 T3	58,22%	157,03%
2004 T4	58,18%	155,12%
2005 T1	57,29%	157,35%

2005 T2	56,20%	157,92%
2005 T3	56,26%	159,64%
2005 T4	56,43%	158,36%
2006 T1	55,51%	160,19%
2006 T2	55,07%	160,09%
2006 T3	55,81%	159,47%
2006 T4	56,39%	156,52%
2007 T1	56,49%	158,60%
2007 T2	55,40%	156,87%
2007 T3	56,17%	155,79%
2007 T4	55,81%	150,15%
2008 T1	54,79%	151,67%
2008 T2	52,80%	150,26%
2008 T3	51,49%	148,43%
2008 T4	51,06%	147,18%
2009 T1	53,29%	160,89%
2009 T2	57,29%	171,68%
2009 T3	60,71%	176,16%
2009 T4	62,70%	175,15%
2010 T1	64,39%	180,13%
2010 T2	64,47%	180,80%
2010 T3	63,56%	179,46%
2010 T4	64,69%	177,31%

ANEXO 8: M1 e M2 (%PIB)

Fonte: PBC, NSBC; cálculo do autor.

.Período	M0/PIB (2004=100)	M1/PIB (2004=100)	M2/PIB (2004=100)
2004 T1	100,00	100,00	100,00
2004 T2	100,00	100,00	100,00
2004 T3	100,00	100,00	100,00
2004 T4	100,00	100,00	100,00
2005 T1	94,46	96,04	97,66
2005 T2	94,46	95,69	99,27
2005 T3	96,98	98,94	104,09
2005 T4	94,86	96,08	101,13
2006 T1	92,43	92,73	99,07
2006 T2	90,56	92,72	99,51
2006 T3	94,95	98,52	104,38
2006 T4	90,88	94,88	98,79
2007 T1	85,41	92,25	95,88
2007 T2	84,87	91,09	95,24
2007 T3	87,93	97,28	100,03

2007 T4	82,65	92,87	93,71
2008 T1	81,57	90,79	93,05
2008 T2	78,42	87,83	92,28
2008 T3	81,60	90,75	97,00
2008 T4	80,90	88,69	95,88
2009 T1	85,48	95,99	107,31
2009 T2	82,63	99,99	110,62
2009 T3	84,94	106,90	115,01
2009 T4	81,36	104,64	109,64
2010 T1	80,84	109,18	113,09
2010 T2	81,10	109,20	113,06
2010 T3	83,11	110,77	115,96
2010 T4	80,60	108,12	111,17

ANEXO 9: Evolução agregados monetários

Fonte: PBC, NSBC; cálculo do autor.

.Período	Ativos Estrangeiros PBC (Bi Dólares)	.Período	Ativos Estrangeiros PBC (Bi Dólares)
2004 T1	399,17	2007 T3	1.479,76
2004 T2	429,59	2007 T4	1.635,79
2004 T3	463,16	2008 T1	1.871,35
2004 T4	534,64	2008 T2	2.101,78
2005 T1	604,48	2008 T3	2.265,24
2005 T2	653,44	2008 T4	2.351,13
2005 T3	722,68	2009 T1	2.413,08
2005 T4	769,74	2009 T2	2.492,73
2006 T1	836,01	2009 T3	2.575,62
2006 T2	886,74	2009 T4	2.689,95
2006 T3	962,06	2010 T1	2.781,52
2006 T4	1.048,74	2010 T2	2.887,51
2007 T1	1.194,35	2010 T3	2.990,38
2007 T2	1.328,82	2010 T4	3.159,23

ANEXO 10: Ativos estrangeiros de posse do PBC

Fonte: PBC

.Período	Ativos Estrangeiros PBC/PIB(12 meses)	.Período	Ativos Estrangeiros PBC/PIB(12 meses)
2004 T1	23,54%	2007 T3	44,92%
2004 T2	24,29%	2007 T4	45,73%
2004 T3	25,14%	2008 T1	48,32%
2004 T4	27,68%	2008 T2	50,37%
2005 T1	30,22%	2008 T3	51,18%
2005 T2	31,56%	2008 T4	51,16%

2005 T3	33,33%	2009 T1	51,94%
2005 T4	33,64%	2009 T2	52,91%
2006 T1	35,21%	2009 T3	53,59%
2006 T2	35,80%	2009 T4	53,87%
2006 T3	37,28%	2010 T1	53,69%
2006 T4	38,13%	2010 T2	53,60%
2007 T1	41,06%	2010 T3	52,98%
2007 T2	43,06%	2010 T4	52,40%

ANEXO 11: Ativos estrangeiros/PIB

Fonte: PBC, NSBC; cálculos do autor.

.Período	Ativos Estrangeiros PBC	Título Emitidos PBC	Reserva Monetária	Reserva Monetária + Títulos
2004 T1	399,17	52,24	625,90	678,13
2004 T2	429,59	79,11	612,59	691,70
2004 T3	463,16	90,61	625,05	715,66
2004 T4	534,64	118,92	665,80	784,72
2005 T1	604,48	155,56	705,89	861,46
2005 T2	653,44	202,48	685,32	887,80
2005 T3	722,68	201,06	727,77	928,82
2005 T4	769,74	241,79	755,46	997,25
2006 T1	836,01	295,12	802,82	1.097,93
2006 T2	886,74	349,62	770,71	1.120,34
2006 T3	962,06	374,45	807,30	1.181,75
2006 T4	1.048,74	387,19	895,48	1.282,67
2007 T1	1.194,35	448,50	992,41	1.440,91
2007 T2	1.328,82	506,00	1.030,00	1.536,00
2007 T3	1.479,76	519,58	1.124,38	1.643,97
2007 T4	1.635,79	480,88	1.265,65	1.746,53
2008 T1	1.871,35	504,31	1.492,77	1.997,09
2008 T2	2.101,78	616,74	1.582,41	2.199,15
2008 T3	2.265,24	632,50	1.712,34	2.344,84
2008 T4	2.351,13	681,48	1.774,76	2.456,24
2009 T1	2.413,08	619,39	1.849,58	2.468,97
2009 T2	2.492,73	602,35	1.810,58	2.412,93
2009 T3	2.575,62	587,78	1.866,43	2.454,21
2009 T4	2.689,95	600,77	1.982,13	2.582,90
2010 T1	2.781,52	621,07	2.174,26	2.795,34
2010 T2	2.887,51	677,24	2.189,91	2.867,15
2010 T3	2.990,38	682,26	2.313,86	2.996,12
2010 T4	3.159,23	640,56	2.615,92	3.256,48

ANEXO 12: Esterilização monetária

Fonte: PBC; cálculo do autor.

.Período	Multiplicador Monetário	.Período	Multiplicador Monetário
2004 T1	4,13	2007 T3	4,99
2004 T2	4,51	2007 T4	5,08
2004 T3	4,51	2008 T1	4,59
2004 T4	4,52	2008 T2	5,05
2005 T1	4,20	2008 T3	5,01
2005 T2	4,56	2008 T4	4,96
2005 T3	4,60	2009 T1	4,63
2005 T4	4,58	2009 T2	5,45
2006 T1	4,14	2009 T3	5,67
2006 T2	4,61	2009 T4	5,82
2006 T3	4,68	2010 T1	5,57
2006 T4	4,72	2010 T2	6,07
2007 T1	4,46	2010 T3	6,01
2007 T2	4,84	2010 T4	6,07

ANEXO 13: Multiplicador monetário

Fonte: PBC; cálculo do autor.

.Período	Taxa de Crescimentos At. Estrangeiros (2004=100)	Taxa de Crescimento Res. Mon. (2004=100)
2004 T1	100,00	100,00
2004 T2	100,00	100,00
2004 T3	100,00	100,00
2004 T4	100,00	100,00
2005 T1	151,43	112,77
2005 T2	152,11	111,87
2005 T3	156,03	114,56
2005 T4	143,97	110,81
2006 T1	138,30	110,62
2006 T2	135,70	108,87
2006 T3	133,12	108,53
2006 T4	136,25	115,32
2007 T1	142,86	119,17
2007 T2	149,85	128,03
2007 T3	153,81	132,17
2007 T4	155,98	133,55
2008 T1	156,68	138,78
2008 T2	158,17	139,23
2008 T3	153,08	137,78
2008 T4	143,73	128,97
2009 T1	128,95	118,28
2009 T2	118,60	112,33
2009 T3	113,70	108,86

2009 T4	114,41	111,58
2010 T1	115,27	117,40
2010 T2	115,84	120,84
2010 T3	116,10	122,89
2010 T4	117,45	128,74

ANEXO 14: Taxa de crescimento reservas monetárias x Ativos financeiros

Fonte: PBC; cálculos do autor.

.Período	Taxa Juros Interbancária (%)	Taxa de Inflação Acm anual (%)
2004 T1	2,05	2,77
2004 T2	2,09	4,40
2004 T3	2,23	5,27
2004 T4	2,04	3,16
2005 T1	1,89	2,83
2005 T2	1,25	1,73
2005 T3	1,21	1,33
2005 T4	1,33	1,37
2006 T1	1,45	1,20
2006 T2	1,58	1,37
2006 T3	2,14	1,27
2006 T4	2,22	2,03
2007 T1	1,84	2,73
2007 T2	2,09	3,60
2007 T3	2,27	6,10
2007 T4	2,20	6,63
2008 T1	2,11	8,03
2008 T2	2,55	7,77
2008 T3	2,62	5,26
2008 T4	1,83	2,53
2009 T1	0,83	- 0,61
2009 T2	0,83	- 1,53
2009 T3	1,22	- 1,27
2009 T4	1,21	0,66
2010 T1	1,30	2,20
2010 T2	1,67	2,93
2010 T3	1,65	3,47
2010 T4	1,95	4,70

ANEXO 15: Inflação x Juros interbancários 2004-2010

Fonte: PBC