

TOM CLAUDINO DOS SANTOS

**A hierarquia monetária internacional:
a ascensão do renminbi e a resiliência do dólar num regime
monetário internacional “financeirizado”**

Dissertação apresentada
ao Programa de Pós-
graduação em Relações
Internacionais da
Universidade Federal de
Santa Catarina (PPGRI –
UFSC) para a obtenção
do Grau de Mestre em
Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr.
Jaime Coelho

Florianópolis
2019

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Santos, Tom Claudino dos Santos

A hierarquia monetária internacional : a
ascensão do renminbi e a resiliência do dólar num
regime monetário internacional "financeirizado" / Tom
Claudino dos Santos Santos ; orientador, Jaime
César Coelho Coelho, 2019.
187 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de
Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico, Programa de
Pós-Graduação em Relações Internacionais,
Florianópolis, 2019.

Inclui referências.

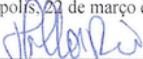
1. Relações Internacionais. 2. Sistema Monetário
Internacional. 3. Renminbi. 4. Dólar. 5. Economia
Internacional. I. Coelho, Jaime César Coelho . II.
Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de
Pós-Graduação em Relações Internacionais. III. Título.

Tom Claudino dos Santos

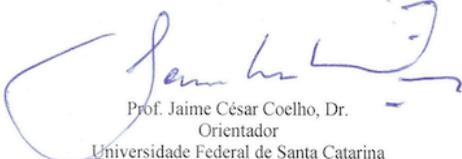
**A HIERARQUIA MONETÁRIA INTERNACIONAL: A ASCENÇÃO DO RENMINBI
E A RESILIÊNCIA DO DÓLAR NUM REGIME MONETÁRIO INTERNACIONAL
“FINANCEIRIZADO”**

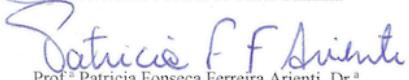
Esta Dissertação foi julgada adequada para obtenção do Título de “Mestre em Relações Internacionais” e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina

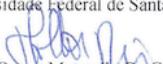
Florianópolis, 22 de março de 2019.


Prof. Helton Ricardo Ouriques, Dr.
Coordenador do Curso

Banca Examinadora:


Prof. Jaime César Coelho, Dr.
Orientador
Universidade Federal de Santa Catarina


Prof.ª Patricia Fonseca Ferreira Arienti, Dr.ª
Universidade Federal de Santa Catarina


Prof. Bruno Matarello De Conti, Dr.
Universidade Estadual de Campinas

Prof. Dr. Helton Ricardo Ouriques
Coordenador

(videoconferência)

Programa de Pós-Graduação em
Relações Internacionais


Prof.ª Aline Regina Alves Martins, Dr.ª
Universidade Federal de Goiás

Port. 1184/2017/GR

(videoconferência)

Prof. Dr. Helton Ricardo Ouriques
Coordenador

Programa de Pós-Graduação em
Relações Internacionais
Port. 1184/2017/GR

AGRADECIMENTOS

Ao fim dessa etapa, faltam-me palavras para expressar o quão grato eu sou por ter a oportunidade de estudar em uma instituição pública e de qualidade. Agradeço, primeiramente, ao Estado brasileiro por investir na minha educação e acreditar no meu potencial como acadêmico. Sem o apoio financeiro da CAPES, essa pesquisa jamais poderia ter saído dos porões da minha imaginação.

Agradeço enormemente ao meu orientador, o professor Dr. Jaime Coelho, que me acompanhou nessa jornada e esteve do meu lado como professor, orientador e amigo. Sempre solícito, perspicaz e com um senso crítico apurado, ele me incentivou a superar barreiras que, em determinados momentos, pareciam intransponíveis.

Agradeço a todos os colegas de classe, mas especialmente aos amigos que dividiram mesas de bar, aventuras e conversas comigo nesse período. Aos amigos que fiz na França, em especial João, Rudy, Martin, Lilian, Facundo, Magda, Sukriti, Kate e Victor, fica a eterna lembrança de um período mágico no qual Paris se tornou pequena para o tamanho dos nossos sonhos. Ao professor Robert Guttman, minha grande inspiração intelectual, ficam a eterna admiração e a gratidão por ter compartilhado comigo tantos momentos.

Aos amigos brasileiros, agradeço cada segundo no qual pude viver ao lado de vocês. Algumas amizades já completam mais de uma década, outras são recentes, mas cada uma foi de importância central para que eu pudesse manter minha saúde mental. Sem vocês, eu posso dizer, com um elevado grau de certeza, que esta dissertação jamais teria sido escrita.

Aos amigos com quem compartilho o *hobby* de andar de bicicleta, em especial Thiago, Gabriel e Rafael, fica um agradecimento especial por sempre me lembrarem das minhas raízes e da importância da criatividade e da paixão pelo inusitado. Aos amigos do colégio, mas em especial ao João, Júlia e Luíza, não consigo mais imaginar um futuro sem que vocês do meu lado porque sei que nossa amizade é mais forte do que o tempo e a distância.

Aos ex-colegas de universidade, gostaria de dizer o mais sincero muito, muito obrigado. Compartilhar a estrada da vida com cada um de vocês é uma fonte inesgotável de amor, aprendizado, aceitação e resistência. Um especial agradecimento a Marianna, Hygor, José, Hugo, Arthur, Maria e Henrique. Vocês são os irmãos que eu nunca tive e eu

serei infinitamente grato por cada risada, lágrima e abraço que compartilhamos.

Agradeço a minha família, em especial a minha mãe, meu padrasto e meu pai. A minha mãe, literalmente faltam palavras para descrever o como eu sou grato por tudo. Os últimos anos foram duros, mas a sua coragem, resiliência e motivação são inigualáveis. Fonte de uma força incrível, de uma integridade absoluta e de uma compaixão inesgotável, você é e sempre será meu maior exemplo. Ao Jorge, meu padrasto, fica a gratidão pelo apoio emocional e financeiro para que eu pudesse perseguir meus sonhos. Sua luta diária é para mim um exemplo e tenho certeza de que vamos superar todos os desafios que a vida nos impuser. Ao meu pai, permanece o sentimento de gratidão por me apoiar nas minhas decisões e me dar todo o suporte possível, mesmo em momentos em que tudo parece prestes a desabar.

Por fim, agradeço a todas aquelas pessoas que passaram no meu caminho que me ensinaram quem eu não quero ser como indivíduo e como profissional: aos professores com ego inflado, incapazes de praticar empatia e com uma predileção especial a tornar a pós-graduação um período emocionalmente carregado; àqueles na vida pública brasileira que utilizam de sua visibilidade para compartilhar a homofobia, a misoginia, o racismo e o ódio; àqueles que justificam a desigualdade de renda, do acesso à educação e à cidadania baseados numa concepção desonesta de ciência. Graças a esses exemplos, eu sei que não existe opção que não seja lutar dia e noite por uma sociedade mais justa, por uma educação mais inclusiva e humanizada, e por um país que trate seu povo com o mínimo de dignidade.

RESUMO

Santos, T. C. **A hierarquia monetária internacional: a ascensão do renminbi e a resiliência do dólar num regime monetário internacional “financeirizado”**. 2019. 999p. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2019.

Esta pesquisa é um estudo sobre o processo de internacionalização da moeda chinesa, o renminbi. O objetivo é investigar porque a China possui uma moeda que tem um papel internacional inexpressivo, apesar de o país já ser um país importante em termos econômicos e políticos. Com o intuito de atender a esse objetivo, inicia-se a pesquisa com uma revisão da literatura especializada de EPI sobre a internacionalização monetária, com enfoque nas contribuições de Benjamin Cohen. Em seguida, busca-se complementar as perspectivas teóricas existentes com conceitos da teoria pós-keynesiana, a qual auxilia na explicação do caráter assimétrico e hierárquico do Sistema Monetário Internacional. A partir dessas lentes, analisa-se o papel do dólar e do renminbi na pirâmide monetária contemporânea e demonstra-se como a dependência global da moeda estadunidense está associada à incapacidade do RMB de assumir maior importância internacional. Demonstra-se que, apesar da crise de 2008, o dólar continua a desempenhar os papéis de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor e que existem poucos indícios de que qualquer mudança significativa no padrão dólar-flexível pudesse ocorrer no curto prazo. Por outro lado, apesar da dificuldade da China de promover um uso sustentado da sua moeda para além de suas fronteiras, defende-se que a expansão internacional das finanças e das instituições chinesas indica o início de uma contestação com a ordem vigente, o que é interpretado como uma “segunda face” do poder estrutural. Ou seja, apesar de a moeda chinesa ainda ser pouco utilizada internacionalmente, a ascensão da China como *player* na área financeira e monetária aponta que outros países periféricos passam a ter outras opções dentro do regime vigente.

Palavras-chave: Sistema Monetário Internacional; Renminbi; Dólar; Economia Internacional.

ABSTRACT

Santos, T. C. **The international monetary hierarchy: the rise of the renminbi and the resilience of the dollar in a “financialized” international monetary system.** 2019. 999p. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2019.

This research is a study on the process of internationalization of the Chinese currency, the renminbi. The aim is to investigate why China has a currency that has an inexpressive international role, even though the country is already an important country in economic and political terms. In order to meet this objective, the research begins with a review of the specialized literature of EPI on monetary internationalization, focusing on the contributions of Benjamin Cohen. Then, it seeks to complement the existing theoretical perspectives with concepts of post-Keynesian theory, which helps in explaining the asymmetric and hierarchical character of the International Monetary System. From these lenses, the role of the dollar and the renminbi in the contemporary monetary pyramid is analyzed and it is shown how the global dependence of the American currency is associated to the incapacity of the RMB to assume greater international importance. It is demonstrated that despite the 2008 crisis, the dollar continues to play the roles of unit of account, medium of exchange and reserve of value and that there is little evidence that any significant change in the dollar-flexible pattern could occur in the short term. On the other hand, despite China's inability to promote a sustainable use of its currency beyond its borders, it is argued that the international expansion of Chinese finances and institutions indicate the beginning of a contestation with the prevailing order, which is interpreted as a “second face” of structural power. That is, although the Chinese currency is still little used internationally, the rise of China as a player in the financial and monetary area indicates that other peripheral countries have other options within the current regime.

Keywords: International Monetary System; Dollar; Renminbi; International Economics.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. A pirâmide de liquidez monetária	77
Figura 2. A pirâmide monetária internacional	78

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Os papéis do dinheiro internacional	33
Tabela 2. Principais características da teoria monetária pós-keynesiana	69
Tabela 3. Principais proprietários internacionais dos títulos do tesouro dos EUA, anos selecionados (bilhões de US\$)	86
Tabela 4. Proporção entre participação das moedas nos mercados cambiais globais e a participação dos respectivos países no comércio global (2016)	127

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Posição internacional de investimento líquida dos EUA, 1999–2017 (% do PIB)	49
Gráfico 2. Composição dos passivos externos de países emergentes selecionados (% do PIB)	79
Gráfico 3. Giro diário nos mercados cambiais globais de balcão, 2001–2016 (% do total)	82
Gráfico 4. Composição das reservas internacionais oficiais, 1999–2018 (% do total)	83
Gráfico 5. Estoque de dívida no mercado de títulos dos EUA, 1980–2018 (US\$ bilhões)	90
Gráfico 6. Crédito internacional para o setor não bancário por moeda e instrumento, 2000–2018 (bilhões)	91
Gráfico 7. Ativos de bancos internacionais por moeda de denominação, 2018 (% do total)	94
Gráfico 8. Passivos de bancos internacionais por moeda de denominação, 2018 (% do total)	94
Gráfico 9. Fatores de impulso para os fluxos de portfólio para países emergentes, 2010–2017 (US\$ bilhões)	108
Gráfico 10. Tamanho dos sistemas bancários – estoque de ativos, 2003–2016 (US\$ trilhões)	122
Gráfico 11. Tamanho dos mercados domésticos de títulos, 2018 (US\$ trilhões)	122
Gráfico 12. Tamanho das bolsas de valores – capitalização de mercado, 2018 (US\$ trilhões)	123
Gráfico 13. Porcentagem do RMB como moeda de pagamentos domésticos e internacionais no SWIFT, 2013–2018 (% do total)	126
Gráfico 14. Liquidação do comércio exterior em renminbi, 2012–2018 (RMB milhões)	128

Gráfico 15. <i>Renminbi Globalisation Index</i> , 2010–2018	130
Gráfico 16. Depósitos em renminbi em Hong Kong, 2010–2018 (RMB bilhões)/Taxa de câmbio CNY/USD.	141
Gráfico 17. Reservas Internacionais da China (US\$)/Taxa de câmbio nominal RMB/dólar, 2010–2018 (média mensal)	147
Gráfico 18. Posição internacional de investimento da China – Ativos, 2011–2018 (US\$ bilhões)	149
Gráfico 19. Posição internacional de investimento da China – Passivos, 2011–2018 (US\$ bilhões)	150

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACR	Arranjo Contingente de Reservas
ASEAN	Associação de Nações do Sudeste Asiático
ACR	Arranjo Contingente de Reservas
BAIL	Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura
BBGAI	<i>Bloomberg Barclays Global Aggregate Index</i>
BCE	Banco Central Europeu
BIS	Bank of International Settlements
BNS	Banco Nacional Suíço
BP	Balança de Pagamentos
CHIPS	<i>Clearing House Interbank Payments System</i>
CIPS	<i>China Cross Border International Payment System</i>
CLS	<i>Continuous Linked Settlement</i>
CMIM	<i>Chiang Mai Initiative Multilateralization</i>
CNH	<i>Renminbi offshore</i>
CNY	<i>Renminbi onshore</i>
EPI	Economia Política Internacional
FED	<i>Federal Reserve</i>
FMI	Fundo Monetário Internacional
ICBC	<i>Industrial and Commercial Bank of China</i>
IDE	Investimento Direto Estrangeiro
LIBOR	<i>London Interbank Offered Rate</i>
MBS	<i>Mortgage Backed Securities</i>

MFC	<i>Mutual Fund Connect</i>
MSCI	<i>Morgan Stanley Capital International</i>
NBD	Novo Banco de Desenvolvimento
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ODA	<i>Official Development Aid</i>
OFAC	<i>Office of Foreign Assets Control</i>
OFO	Outros Fluxos Oficiais
OMC	Organização Mundial do Comércio
ONU	Organização das Nações Unidas
PBC	<i>People's Bank of China</i>
PCC	Partido Comunista Chinês
PDCF	<i>Primary Dealer Credit Facility</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PII	Posição de Investimento Internacional
PPP	Paridade de Poder de Compra
QFII	<i>Qualified foreign institutional investor</i>
RMB	Renminbi
RQFII	<i>Renminbi qualified foreign institutional investor</i>
SDR	<i>Special Drawing Rights</i>
SHKSC	<i>Shanghai-Hong Kong Stock Connect</i>
SMI	Sistema Monetário Internacional
SWIFT	<i>Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication</i>
TAF	<i>Term Auction Facility</i>

TQM	Teoria Quantitativa da Moeda
TSLF	<i>Term Securities Lending Facility</i>
UCRG	<i>Universal Credit Rating Group</i>

SUMÁRIO

1.INTRODUÇÃO.....	21
2. REGIMES MONETÁRIOS, MOEDAS E PODER: UM OLHAR DE EPI.....	30
2.1 Os papéis da moeda no âmbito internacional.....	31
2.2 Condicionantes para a internacionalização monetária.....	34
2.3 Responsabilidades, custos e benefícios.....	43
2.4 Poder monetário.....	53
2.5 Considerações finais.....	60
3. A TEORIA DAS HIERARQUIAS MONETÁRIAS E O DÓLAR NO REGIME MONETÁRIO INTERNACIONAL CONTEMPORÂNEO.....	65
3.1 Introdução.....	65
3.2 Concepções sobre a moeda e sobre a preferência pela liquidez a partir da perspectiva pós- keynesiana.....	66
3.3 A teoria da preferência pela liquidez num âmbito internacional.....	73
3.4 Pirâmide monetária contemporânea: a resiliência do dólar.....	81
3.5 Poder monetário.....	95
3.5.1 O controle sobre as infraestruturas financeiras globais.....	94

3.5.2 FED: o banco central global.....	95
3.6 Os impactos da dependência global do dólar.....	106
3.7 Considerações finais.....	112
4. A ASCENSÃO (E ESTAGNAÇÃO) DO RENMINBI NA HIERARQUIA MONETÁRIA INTERNACIONAL.....	116
4.1 Introdução.....	116
4.2 O renminbi na hierarquia monetária contemporânea.....	120
4.3 Características centrais da economia política chinesa em torno da internacionalização do RMB.....	131
4.4 O processo de internacionalização da moeda chinesa.....	136
4.5 O <i>statecraft</i> da internacionalização do renminbi: a segunda face do poder estrutural.....	153
4.6 Considerações finais.....	162
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	164
REFERÊNCIAS.....	170

1. INTRODUÇÃO

A ascensão da China como potência econômica, política e militar nos últimos 40 anos foi excepcional. O país que, no início das suas reformas econômicas, em 1978, detinha um dos menores Produtos Internos Brutos (PIB)/*per capita* da economia internacional, atualmente é o maior exportador do mundo, possui o maior sistema bancário do globo, já detém o maior PIB a partir da métrica da Paridade de Poder de Compra (PPP) e desponta como um dos principais expoentes de uma nova arquitetura institucional internacional¹ (WTO, 2019; WORLD BANK, 2019; CBRC, 2017). Apesar do sucesso da trajetória chinesa nesses quesitos, há uma dimensão na qual a desenvolvimento chinês indica ter sido mais lento: no fomento da utilização da sua moeda para além de suas fronteiras. Apesar de o país apresentar já ser uma potência, sua moeda, o renminbi², é menos utilizada do que o franco suíço ou o dólar canadense para determinados usos³ (BIS, 2018). Para Subacchi (2017, p. 31, tradução nossa), “[...] é um verdadeiro *puzzle* o fato de que a moeda do país [China] não se manteve a par do seu desenvolvimento. Apesar de a China atualmente ser um peso pesado da economia global, o RMB tem circulação limitada”⁴.

É relevante notar que a transição de regimes⁵ monetários não ocorre de maneira imediata e diferentes moedas podem coexistir ao longo

¹ Todos esses dados são descritos em maiores detalhes na primeira seção do terceiro capítulo.

² Renminbi, o nome da moeda chinesa, quer dizer literalmente “a moeda do povo”. É importante mencionar que frequentemente na literatura utiliza *yuan*, que é a unidade de medida do RMB (PRASAD, 2016).

³ Os dados do *Bank of International Settlements* (BIS) mostram a quantidade de determinadas moedas na denominação de títulos, no giro diário de mercados cambiais, nos ativos e passivos bancários, dentre outras categorias que vão ser exploradas na dissertação. Como exemplo, o dólar australiano é a 5ª moeda mais transacionada nos mercados cambiais diariamente, seguida do dólar canadense, do franco suíço e do renminbi, o qual ocupa a 8ª posição apesar de a China ter um PIB 69,5% maior do que o da economia canadense, australiana e suíça somadas (WORLD BANK, 2019).

⁴ “*One real puzzle, however, is that the country’s currency has not kept up with its extraordinary development. Although China is now a super-weight in the world economy, the renminbi has limited circulation [...]*”.

⁵ A definição clássica de regimes de Krasner (1982, p. 185, tradução nossa) é de que eles são “princípios, normas, regras, a procedimentos de tomada de decisão

do tempo. Apesar de os EUA já serem a maior economia do globo no fim do século XIX, sua moeda só assume relevância internacional após a criação do *Federal Reserve* (FED), em 1913, e só desafia a libra esterlina a partir de 1924⁶ (EICHENGREEN; MEHL; CHITU, 2018). Além do mais, não se pretende menosprezar os significativos avanços do RMB até agora. Dados mostram que, apesar da baixa utilização da moeda chinesa, houve uma expansão significativa da utilização da mesma, dado que antes de 2009 o seu papel nos mercados internacionais era basicamente nulo (BIS, 2018a).

Nota-se, no entanto, que os avanços nesse sentido foram lentos. Parte importante da literatura parece convergir na ideia de que os principais motivos pelos quais a China não avançou nesse quesito se devem a características da economia política doméstica (KROEBER, 2013; JIANG, 2014; SUBACCHI, 2017), à ausência de um regime democrático no país (SUBACCHI, 2017; PRASAD, 2016), ao modelo de desenvolvimento que impede que a China consiga funcionar como fonte de demanda global (GERMAIN; SCHWARTZ, 2017) e, de modo quase consensual, devido ao fato de que os mercados financeiros chineses são comparativamente fechados aos mercados estrangeiros, o que limita a conversibilidade da moeda Chinesa e impede que mais investidores demandem ativos em RMB (YONGDING, 2015; COHEN, 2015; PRASAD, 2016).

através dos quais as expectativas dos atores convergem em uma certa área”. No entanto, na presente pesquisa por vezes o uso do conceito se refere também a uma ideia mais ampla de regime, como aquela utilizada por teóricos da Teoria da Regulação. Nesse sentido, a utilização de regime tem o sentido de regime de acumulação, como em Boyer (2000). Por fim, compreende-se as críticas de Strange (1982) ao conceito, mas entende-se que ele, quando encarado a partir de lentes mais amplas, tem importante valor para a presente análise.

⁶ Neste sentido, é importante mencionar que a história é um guia restrito. A transição da libra esterlina para o dólar deu-se num contexto institucional, político e econômico diverso, no qual a relação entre autoridade política, atores privados e moedas internacionais era diferente. Este é exatamente um dos objetivos deste trabalho: mostrar como a configuração atual do regime monetário, no qual as finanças estão no centro do regime de acumulação, dificulta a emergência de novas configurações monetárias porque há um contexto que é qualitativamente e quantitativamente diverso.

Essa visão é guiada, em partes, pela teoria de Economia Política Internacional (EPI) em torno da internacionalização monetária, a qual defende que possuir mercados domésticos profundos, amplos, líquidos e acessíveis é uma das pré-condições para que uma moeda assuma um papel internacional de relevância (COHEN, 1998; CHEY, 2012; HELLEINER, 2008). Ou seja, parte-se da premissa que, dado que a China já é uma potência comercial, econômica e política, caso ela liberalize seus mercados e consiga atingir o mesmo nível de desenvolvimento financeiro que outros países, sua moeda deveria galgar maior importância no âmbito internacional.

A presente pesquisa problematiza essa visão, mas não no sentido habitual da literatura. Para Jiang (2014), Cohen (2015), Torres e Posen (2018), por exemplo, o tipo de liberalização do sistema financeiro que é requerido para suportar a internacionalização do RMB encontra limites no âmbito doméstico em decorrência dos interesses cristalizados em torno do modelo de desenvolvimento chinês, o qual é marcado por uma configuração específica em torno do sistema financeiro doméstico. Ou seja, o tipo de sistema financeiro que seria necessário para fomentar a utilização do RMB internacionalmente não seria compatível com os interesses mais amplos representados em torno da “repressão” financeira doméstica⁷.

Concorda-se com essa visão, mas pontua-se que há uma outra dimensão em relação à problemática do sistema financeiro doméstico: existe uma dimensão estrutural⁸ na atual arquitetura financeira e monetária internacional que impõe um determinado tipo de demanda por moedas de países emergentes e periféricos⁹. Essa demanda por ativos e

⁷ Esse ponto é de importância central para a presente pesquisa e será discutido mais extensamente no capítulo 3.

⁸ Não se objetiva entrar no amplo debate de agência-estrutura das Relações Internacionais. Afirma-se, apenas, que se utiliza o termo “estrutural” com referência a Strange (1988), principalmente no sentido de que existem estruturas financeiras e monetárias internacionais que condicionam a atuação dos agentes (nesse caso, os Estados).

⁹ Entende-se que países emergentes são países periféricos que participaram do processo de globalização financeira de maneira ativa, mas que ocupam, dentro da divisão internacional do trabalho, posição subordinada (PRATES; ANDRADE, 2013). Há uma ampla heterogeneidade dentre aqueles que podem ser considerados países emergentes. Para o Fundo Monetário Internacional (FMI, 2018a), por exemplo, a lista de países emergentes e em desenvolvimento passa de 100 membros, envolvendo países tão diversos como China e Burundi. Uma

moedas ocorre, em maior ou menor grau, a despeito das condições macroeconômicas objetivas de cada país, o que implica que a liberalização financeira da China não necessariamente conduz a um impulso definitivo na internacionalização monetária de sua moeda. Nesse sentido, a **pergunta** que guiou a presente pesquisa foi a seguinte: quais são os elementos, tanto no âmbito doméstico quanto no âmbito internacional, que impedem a utilização de maiores volumes da moeda chinesa para além de suas fronteiras?

Defende-se a hipótese de que, por mais que possuir mercados financeiros desenvolvidos seja um elemento central na internacionalização monetária, é necessário considerar também os limites estruturais à demanda por diferentes moedas no regime atual. Esses limites estruturais referem-se principalmente à instabilidade pela demanda de moedas de países emergentes e em desenvolvimento, a qual decorre das características do setor financeiro global, do aprofundamento da liberalização dos mercados internacionais e da dependência internacional do dólar.

Nesse sentido, esta pesquisa tem como **objetivo geral** compreender as razões pelas quais há tamanha discrepância entre o peso comercial e econômico da China e o papel que sua moeda desempenha no sistema monetário internacional. A fim de alcançar o objetivo geral proposto, subdividiu-se o mesmo em **quatro objetivos específicos**. O primeiro é identificar na literatura de EPI, mas principalmente na obra de Benjamin Cohen, os principais condicionantes da internacionalização monetária, as vantagens para o país emissor da moeda internacional e como isso se traduz em poder monetário. Em segundo lugar, busca-se complementar a visão tradicional sobre internacionalização monetária

definição mais objetiva é a do *Morgan Stanley Capital International (MSCI Emerging Markets Index*, um índice que leva em conta principalmente a integração financeira e soma ao todo 24 países (Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, República Checa, Egito, Grécia, Hungria, Polônia, Qatar, Rússia, África do Sul, Turquia, Emirados Árabes Unidos, China, Índia, Indonésia, Coreia, Malásia, Paquistão, Filipinas, Taiwan, Tailândia – Argentina e Arábia Saudita vão ser incluídas ao índice em 2019). Portanto, quando a presente pesquisa se refere a países emergentes, entende-se que são aqueles integrados às redes financeiras globais em uma posição hierarquicamente inferior à dos países desenvolvidos.

com conceitos da teoria das hierarquias monetárias¹⁰. Em terceiro lugar, almeja-se analisar os principais traços da hierarquia monetária contemporânea, com foco em especial nos papéis que o dólar desempenha. Por último, examina-se o processo de internacionalização da moeda chinesa e propõe-se uma explicação do porquê a mesma não logrou avanços significativos.

Nota-se que esses são objetivos notadamente amplos. No entanto, assim como argumentado por Cohen (2016), a disciplina EPI se tornou crescentemente introspectiva e insular em decorrência da adoção do reducionismo metodológico e de perguntas de pesquisa cada vez mais particulares e menos “sistêmicas”¹¹. Assim como defende o autor, não se nega a importância do avanço de metodologias quantitativas ou do foco doméstico das perguntas de pesquisa em EPI, mas ressalta-se que, por vezes, abrir mão da elegância de modelos formais e elaborar perguntas de ordem sistêmica permitem uma compreensão mais ampla de como evolui o atual regime, suas bases, suas contradições e seus limites.

Desse modo, a presente pesquisa busca se enquadrar naquilo que Katzenstein (2009) chama de “ecletismo analítico”, ou seja, uma desenho de pesquisa que empresta conceitos de diferentes tradições teóricas e que mescla a utilização de dados, quando necessário, a uma análise histórico-interpretativa dos principais entraves para a utilização do RMB como moeda internacional, dos determinantes da internacionalização monetária, das bases de sustentação do atual regime e o porquê de o dólar manter tamanha resiliência, além de discutir como a hierarquia monetária

¹⁰ A utilização do termo “teoria das hierarquias monetárias” não se refere ao trabalho de autores como Strange (1971) e Cohen (1998), os quais foram os primeiros a formalizar o conceito de pirâmide monetária, mas ao trabalho da vertente pós-keynesiana que interpreta a hierarquia monetária internacional a partir das lentes da preferência pela liquidez, como Prates e Andrade (2013), Conti e Prates (2018), Conti, Prates e Plihon (2014), dentre outros.

¹¹ Para Cohen (2017), a consequência do foco excessivo na metodologia no lugar da substância da pesquisa é a de que “[...] *Attention is naturally diverted from the complex to the narrow by the practical requirements of empiricism. By definition, a hard science model depends on the availability of reliable data. Research, accordingly, tends to become data-driven, drawn away from issues that lack the requisite base of information. In effect, methodology plays a key role in defining what can be studied, automatically marginalizing questions that cannot be reduced to a manageable set of regressions or structured qualitative analysis. And among the most marginalized are questions about policy or the global system, which are inherently difficult to quantify*”.

internacional molda a inserção de países emergentes e em desenvolvimento na globalização financeira.

Os dados que dão substância aos argumentos e que são utilizados extensamente na presente pesquisa derivam principalmente do Banco Mundial (WORLDBANK, 2019), do Banco de Compensações Internacionais (*Bank of International Settlements* – BIS) (BIS, 2018a; 2018b), do Fundo Monetário Internacional – FMI (FMI, 2018), do Banco Popular da China (*People's Bank of China* – PBC) (PBC, 2018), além de relatórios de instituições financeiras privadas (principalmente UBS e *Standard Chartered*) (CASTELLI, SALMAN, 2018a; STANDARD CHARTERED, 2019). Desse modo, acredita-se ser possível ilustrar, de modo relativamente preciso, quais funções as moedas internacionais desempenham no atual regime monetário internacional e sua evolução ao longo do tempo, principalmente no período pós-crise de 2008¹².

O primeiro capítulo estabelece as bases da análise dos seguintes capítulos. Como a presente pesquisa almeja estabelecer um diálogo teórico entre diferentes perspectivas, essa primeira parte busca expor as principais contribuições da área de EPI em relação: (i) às funções de moedas internacionais; (ii) ao porquê de elas desempenharem esse papel; (iii) aos custos e benefícios para o Estado emissor da moeda internacional; e (iv) a como estas questões se relacionam com poder monetário no âmbito internacional. Algumas discussões abordadas não chegam a um consenso, como, por exemplo, em relação aos determinantes da internacionalização monetária e aos benefícios de emitir uma moeda internacional. Mesmo assim, busca-se estabelecer algumas premissas que guiam a compreensão da internacionalização do RMB, principalmente no que toca a importância dos motivos financeiros por trás da demanda de diferentes moedas internacionais, o elevado grau de autonomia que deriva da posição de emissor da moeda global, como conceber poder monetário no Sistema Monetário Internacional (SMI) contemporâneo e como esses elementos podem iluminar o estudo sobre o processo de internacionalização da moeda chinesa.

¹² Ao longo da dissertação, diferentes períodos de tempo são explorados, mas há um enfoque especial no período pós-2008 porque é a partir de então que a China busca internacionalizar sua moeda de modo mais contundente, o euro passa a perder espaço frente a crise fiscal europeia e o dólar reafirma sua liderança.

Dadas essas bases, o segundo capítulo inicia-se com uma breve exposição da teoria das hierarquias monetárias, perspectiva teórica que complementa aquilo que foi abordado no primeiro capítulo. Parte-se do princípio de que, dentro das perspectivas teóricas “tradicionais” de EPI¹³, faltam elementos que expliquem os entraves estruturais para a internacionalização monetária, além da ausência de uma discussão mais ampla sobre a teoria monetária subjacente as análises sobre moedas internacionais. A teoria das hierarquias monetárias fornece conceitos – como a ideia de preferência pela liquidez – de importância central para a compreensão do porquê moedas de países emergentes e em desenvolvimento possuem uma demanda que é estruturalmente diversa daquela de moedas de países centrais. Nesse sentido, argumenta-se que, ao analisar as perspectivas do RMB se tornar uma moeda internacional, é preciso levar em consideração os traços específicos da demanda por moedas emergentes, a tendência pró-cíclica das condições de liquidez internacional, a instabilidade dos fluxos de capitais e a dependência global do sistema financeiro do dólar estadunidense. A teoria das hierarquias monetárias, com enfoque na ideia de preferência pela liquidez, é um guia importante nesse sentido e auxilia a compreensão desses determinantes estruturais da hierarquia e assimetria monetária e financeira internacional.

A segunda parte do segundo capítulo se dedica a compreender qual o papel do dólar e quais elementos que explicam sua sustentação como moeda central do SMI. Assim como defendido por Cintra e Martins (2013), compreender a arquitetura do regime contemporâneo é uma premissa importante para entender quais as condicionantes da internacionalização do RMB. Em outras palavras, defende-se que é fundamental primeiro expor os traços definidores do SMI contemporâneo para, posteriormente, propor uma discussão sobre a ascensão da moeda chinesa. Como será abordado em maiores detalhes, o período pós-2008 foi marcado por uma impressionante retomada da centralidade do dólar, principalmente como moeda que denomina parte significativa do crédito internacional e como instrumento de segurança e proteção em momentos de incerteza.

Um ponto que merece ser destacado é que existem traços específicos na demanda de diferentes agentes por segurança, a qual é

¹³ Aqui refere-se aos autores “canônicos” da disciplina, como Cohen (1998), Strange (1988), Kirshner (1995), Andrews (2006), Kindleberger (1973), dentre outros que se dedicaram a compreender as hierarquias do sistema monetário internacional.

atendida de modo quase que exclusivo pela liquidez dos títulos públicos estadunidenses e pela disposição do seu banco central em salvaguardar o sistema financeiro internacional em momentos de incerteza. Argumenta-se que, pelo menos no curto e médio prazo, é difícil conceber qualquer outro ator para além dos EUA que consiga agregar essas mesmas características, além da capacidade de controlar a infraestrutura internacional de pagamentos e liquidação. Como será abordado em maiores detalhes, essa capacidade de definir quem tem acesso à liquidez, à infraestrutura financeira e ao crédito permite que os EUA exerçam influência monetária internacional.

A dependência global do dólar também cria uma série de dinâmicas que dificulta que outras moedas possam desempenhar papéis internacionais de modo perene. Isto é, defende-se a hipótese que determinadas moedas – mas principalmente moedas de países emergentes e em desenvolvimento – podem assumir alguma importância internacional, mas que isso é diretamente condicionado à fase do ciclo global de liquidez e não tanto aos condicionantes domésticos do país em questão (seus “fundamentais”).

O terceiro capítulo parte dessa premissa e busca demonstrar como há um significativo *gap* entre a importância da China como potência comercial, econômica e política e o papel que sua moeda desempenha para além de suas fronteiras. Alguns elementos ganham destaque na análise: demonstra-se que, sob o ponto de vista da abertura e liberalização do sistema financeiro, a China avançou em passos largos no sentido de tornar seus mercados domésticos mais profundos, líquidos e acessíveis para estrangeiros. No entanto, a crescente liberalização não foi correspondida com um aumento da utilização do RMB por estrangeiros. Na realidade, ocorreu exatamente o contrário. Após 2015, quando foi implementada uma reforma no regime cambial vigente, o país entrou em um período marcado pela instabilidade dos fluxos de capitais, da taxa de câmbio nominal e pela perda de tração do processo de internacionalização da moeda. Argumenta-se que o motivo pelo qual o RMB não avançou como moeda internacional se deve mais às características estruturais do SMI contemporâneo do que em decorrência dos “fundamentais” chineses.

Essa é, em linhas gerais, a estrutura da presente pesquisa. Por meio dela, objetiva-se suprir uma estranha ausência de diálogo entre questões

relacionadas à macroeconomia financeira internacional¹⁴ e poder, influência e outros temas das EPI. Tal esforço não é inédito, mas argumenta-se que há espaço para que mais pontes sejam construídas entre a teoria pós-keynesiana e outras perspectivas dentro das EPI, principalmente com o intuito de fundamentar discussões sobre moeda e dinheiro e prover concepções teóricas de como esses conceitos estão relacionados a outras dinâmicas sistêmicas.

Desse modo, quando se parte da premissa de que o sistema financeiro internacional é endogenamente instável, que existe uma tendência pró-cíclica no crédito internacional que afeta desproporcionalmente países emergentes e em desenvolvimento, que a demanda “estrutural” por moedas e ativos não necessariamente tem correlação com os fundamentais do país em questão, torna-se mais simples explicar determinados *puzzles*, como o do fato da China ser um gigante no âmbito econômico mas um anão no âmbito monetário. Como será mencionado em maiores detalhes posteriormente, parte importante do *mainstream* econômico já contribui para o debate nesses termos e parece que as EPI – ou pelo menos as publicações nos principais jornais da área – ainda não conseguiram incluir de modo consistente esses conceitos. Essa pesquisa almeja preencher esse espaço e estimular o debate em torno de como as EPI podem dar respostas a um regime crescentemente complexo e em plena fase de transição, no qual tanto o RMB quanto o dólar são elementos centrais para a compreensão do futuro da arquitetura financeira e monetária internacional.

¹⁴ Ver Blyth e Matthijs (2017) para uma crítica em relação à ausência da macroeconomia nas EPI contemporâneas.

2. REGIMES MONETÁRIOS, MOEDAS E PODER: UM OLHAR DE EPI

Nesta primeira parte da presente pesquisa, o objetivo central é expor a perspectiva de Benjamin Cohen (1998, 2006, 2014, 2015) em torno da internacionalização monetária. O autor produziu grande quantidade de trabalhos sobre o tema e ajudou a criar as bases para uma interpretação sistemática: (i) das funções de moedas internacionais; (ii) do porquê elas desempenharem esse papel; (iii) dos custos e benefícios para o Estado emissor da moeda internacional; e (iv) de como estas questões se relacionam com o poder monetário no âmbito internacional. Busca-se complementar a visão de Cohen (1998, 2006, 2014, 2015) com a perspectiva de outros autores dentro do campo da EPI, buscando assim expor as bases teóricas que guiarão a compreensão em torno da internacionalização da moeda chinesa e da resiliência do dólar no regime monetário internacional.

Um primeiro aspecto que merece ser mencionado é a visão de Cohen (1998) em relação à definição e à origem da moeda. Para o autor, a moeda originou-se como uma consequência da ineficiência de um sistema de escambo, na qual agentes econômicos transacionam bens e serviços sem recorrer a um meio de pagamento comum. Em decorrência deste sistema, era fundamental que os agentes que detivessem bens e quisessem trocá-los por outro precisassem encontrar outro agente que necessitasse exatamente deste bem, e pudessem dar em troca um outro bem compatível com a necessidade do primeiro. No linguajar econômico, esta é a dupla coincidência de vontades, a qual seria ineficiente do ponto de vista dos custos de transação envolvidos e teria incentivado os agentes de mercado a utilizar bens com certas características – portabilidade, durabilidade, homogeneidade, divisibilidade, estabilidade – como moedas (JEVONS, 1875). Portanto, de acordo com esta perspectiva, a moeda é uma criação do mercado, fruto da contínua busca de agentes racionais pela redução dos custos de transação.

2.1 Os papéis da moeda no âmbito internacional

Cohen define o dinheiro pelas funções que ele desempenha. Segundo o autor, “O dinheiro é qualquer coisa que, a despeito das características físicas ou legais, habitualmente [...] desempenha certas funções” (1998, p. 11, tradução nossa)¹⁵. Estas funções são os três papéis do dinheiro – meio de troca, unidade de conta e reserva de valor – em dois níveis de análise, o privado e o oficial¹⁶ (tabela 1) (COHEN, 2015). A função de meio de troca da moeda se relaciona à sua capacidade de ser intermediária entre a troca de bens e serviços. O papel de unidade de conta se refere ao papel que a moeda desempenha como referencial de valor e instrumento pelo qual as mercadorias são cotadas. Por fim, o papel de reserva de valor concerne o fato de que a moeda pode ser um instrumento de entesouramento, mantendo, assim, o poder de compra através do tempo.

De modo mais específico, no âmbito *privado*, seguindo a divisão de Cohen (2015), a moeda se configura como *meio de troca* nos mercados cambiais globais, nos quais atualmente são transacionados, numa base líquida, US\$ 5,06 trilhões por dia (BIS, 2018). Krugman (1984) chama este papel da “moeda de veicular”. Na prática, agentes e países que querem realizar transações internacionais buscam um denominador monetário em comum e isto se reflete nos mercados cambiais globais, onde as principais moedas são demandadas e ofertadas como meio de troca pelos principais agentes de mercado (bancos, corretoras, instituições financeiras, fundos, dentre outros). Por exemplo, quando um agente privado de um país que possui uma moeda periférica quer transacionar com outro país que também não emite uma moeda conversível¹⁷, ambos os agentes utilizam uma moeda “veículo” de um terceiro país para viabilizar a operação.

Esta é a mesma lógica que se aplica para a função de *unidade de conta* no âmbito privado. Quando diferentes agentes vão transacionar bens e serviços internacionalmente, ambas as partes precisam achar um denominador monetário para referenciar contratos, para a liquidação das transações e a efetuação dos pagamentos. Isto é, no âmbito privado, os

¹⁵ “Money is anything, regardless of its physical or legal characteristics, that customarily [...] perform certain specific functions”.

¹⁶ O termo que Cohen (2015) utiliza é “official”, em inglês, que se refere à administração do Estado em assuntos monetários. Logo, a utilização do termo “oficial” aqui tem este mesmo sentido, isto é, o de que

¹⁷ Moeda conversível é toda aquela que pode ser comprada, vendida e transacionada por outras moedas estrangeiras por residentes e não residentes sem grandes limitações por parte das autoridades.

papéis de unidade de conta e meio de troca são intrinsicamente ligados. Finalmente, a moeda desempenha sua função de reserva de valor, no âmbito privado, principalmente através dos mercados financeiros globais. É neles que os diversos atores buscam instrumentos para garantir a manutenção intertemporal do valor da moeda, quando proliferam instrumentos e práticas que permitem oportunidades de investimento, de financiamento, gerenciamento do risco e especulação financeira. Esta função é de importância central para o argumento que será exposto nos capítulos seguintes pois, a partir do processo de aumento de importância do setor financeiro nas últimas décadas, a função de reserva de valor passa a assumir uma importância quantitativamente e qualitativamente diversa para sistema monetário internacional.

No âmbito *oficial* – na utilização da moeda por agentes públicos –, a função de unidade de conta se expressa como âncora cambial, na qual as autoridades monetárias compram ou vendem divisas internacionais para manter o câmbio em um nível desejado, atrelado a uma moeda de referência. Neste arranjo monetário, a divisa internacional (dólar, euro ou uma cesta de moedas) passa a representar uma âncora nominal ao redor da qual o preço da moeda doméstica é definido, ou seja, ela passa a ser referencial de valor. Já a função de meio de troca no âmbito oficial se traduz na moeda de intervenção das autoridades monetárias nos mercados cambiais. Quando um banco central intervém nos mercados cambiais, ele compra e vende tanto a moeda doméstica quanto a divisa internacional, utilizando assim a moeda como meio de troca. Por fim, quando um banco central acumula reservas como mecanismo de proteção contra fluxos de capitais voláteis ou como estratégia de manipulação do câmbio, ele utiliza a moeda como reserva de valor (COHEN, 2015).

Tabela 1. Os papéis do dinheiro internacional.

		Funções		
Nível de análise	de	Meio de Troca	Unidade de Conta	Reserva de Valor
Privado		Mercado Cambial, Liquidação do comércio exterior	Denominação do comércio e das finanças	Investimento
Oficial		Intervenção nos mercados cambiais	Âncora	Reservas Internacionais

Fonte: Cohen (2015). Elaboração própria.

Estas definições são importantes, pois elas permitem uma análise da moeda internacional não como uma entidade única, mas sim como um elemento que está em constante evolução, desempenhando diferentes papéis em distintos locais e períodos. Esta distinção também é necessária frente ao objetivo da presente pesquisa de ressaltar como a dimensão de reserva de valor ganhou crescente predominância em paralelo à intensificação do processo de globalização financeira.

Há uma tendência significativa de complementariedade entre estes diferentes papéis. De acordo com Conti, Prates e Plihon (2013, p. 28), “Embora a definição das três funções da moeda seja importante do ponto de vista analítico, estas funções são completamente imbricadas”. Por exemplo, quando as autoridades monetárias utilizam uma moeda internacional como âncora cambial, é necessário que as reservas oficiais sejam denominadas em larga medida nessa mesma moeda para assegurar a capacidade de manutenção da paridade cambial.

No âmbito privado estas imbricações são ainda mais fortes. Da perspectiva de uma empresa que exporta para mercados internacionais e importa bens intermediários, por exemplo, denominar tanto suas importações quanto suas exportações na mesma moeda é necessário para evitar que seus custos mudem em relação à sua renda quando as taxas de câmbio flutuam (EICHENGREEN, MEHL, CHITU, 2018). De maneira análoga, para agentes privados é importante que seus passivos em moeda estrangeira tenham uma contrapartida da mesma moeda no lado dos ativos para que descasamentos monetários (*currency mismatches*), derivados de

flutuações cambiais, não comprometam sua capacidade de honrar seus compromissos financeiros (CHUI; KURUC; TURNER, 2016). Portanto, do ponto de vista estritamente econômico, o endividamento em uma moeda internacional induz à necessidade de ter um fluxo de renda e reservas nesta mesma moeda, reforçando assim a tendência à escolha de uma ou poucas moedas como unidade de conta, reserva de valor e meio de troca.

Outro ponto significativo desta divisão conceitual dos papéis que as moedas desempenham é que ela permite, dentro do arcabouço teórico de Cohen (1998, 2015), identificar quais moedas são mais *competitivas*. Do ponto de vista do autor, moedas nacionais passam a desempenhar papéis internacionais em decorrência da sua capacidade de desempenhar os papéis acima mencionados de maneira mais eficaz. Para Cohen (2015), a competição entre diferentes moedas é um tipo de batalha darwiniana, na qual as moedas mais competitivas ganham maior participação de mercado. De acordo com esta perspectiva, os atores internacionais não são *coagidos* a adotar determinadas moedas, mas são *persuadidos* pela atratividade monetária de uma moeda (WALTER, 2006; KINDLEBERGER, 1996). Nas palavras de Cohen (1998, p. 5, tradução nossa), “espaços monetários estão sendo moldados não pela soberania política, mas pela mão invisível da competição”¹⁸.

2.2 Condicionantes para a internacionalização monetária

Por consequência, cabe questionar o que, dentro do arcabouço teórico proposto, torna as moedas competitivas a ponto de agentes públicos e privados quererem demandá-la. De acordo com Cohen (2015), existem fundamentalmente três aspectos econômicos e três aspectos políticos que conferem à moeda internacional competitividade. Do lado econômico, para que um país internacionalize sua moeda, é essencial que ele garanta a estabilidade futura de preços (baixa inflação), tenha mercados financeiros desenvolvidos e uma grande rede transacional. Eichengreen (2011) tece uma definição similar, elencando como fatores essenciais para a internacionalização de uma moeda a estabilidade, a liquidez e a escala. Em uma revisão sobre o tema, Helleiner (2008, p. 359,

¹⁸ “*Currency spaces now are shaped not by political sovereignty but by the invisible hand of competition*”.

tradução nossa) chega a uma conclusão semelhante: “[...] confiança, liquidez e redes transacionais são os determinantes econômicos chave de moedas internacionais”¹⁹.

Partindo desta premissa, cabe especificar cada uma destas precondições. Primeiramente, para que haja ampla confiança no valor futuro da moeda, é importante que a moeda apresente um nível de preços relativamente estável, sem um histórico de alta inflação ou ampla variabilidade da mesma. Do ponto de vista dos agentes econômicos, um nível de preços galopante mina a capacidade da moeda de desempenhar suas funções tradicionais, principalmente como reserva de valor (COHEN, 1998; 2015). Nas palavras de Mundell (2000, p. 61, tradução nossa), “Nenhuma moeda jamais sobreviveu como moeda internacional com uma alta taxa de inflação”²⁰.

No entanto, mais do que somente depreciar o valor de títulos, a variação nos preços da divisa-chave do sistema monetário internacional impacta nos termos de troca daqueles que utilizam aquela moeda como moeda veicular, os preços relativos entre commodities e produtos manufaturados e a distribuição do comércio internacional. Neste sentido, quando o dólar sofre uma depreciação/apreciação, por exemplo, não só os termos de troca dos EUA mudam em relação ao resto do mundo, mas grande parte dos preços chave da economia global são afetados dado o papel do dólar como unidade de conta e reserva de valor internacional. Portanto, um histórico de inflação razoavelmente estável não é só importante para a manutenção do valor intertemporal da moeda como reserva de valor, mas é também central para função de unidade de conta/meio de troca e para a maneira como a mudança nos preços domésticos do país que emite a moeda central influencia toda uma gama de preços através da taxa de câmbio (SCHULMAISTER, 2000).

Dada a dinâmica central que inflação da divisa chave desempenha, Walter (2006) argumenta que uma das principais fontes domésticas da liderança monetária²¹ internacional – as microfundações de uma moeda

¹⁹ “[...] *confidence, liquidity and transactional networks are the key economic determinants of international currencies*”.

²⁰ “*No currency has ever survived as an international currency with a high rate of inflation*”.

²¹ A utilização do termo “liderança monetária”, e não do termo “poder” ou “hegemonia”, se dá porque há uma discussão mais aprofundada sobre o tema no fim do capítulo. Em linhas gerais, o termo liderança monetária é utilizado também por Walter (2006) por indicar que há sempre um elemento de divergência entre

internacional – advém do compromisso do país líder em promover uma política monetária conservadora. Segundo o autor, é importante que a configuração institucional doméstica favoreça os interesses dos credores e a adoção de uma política econômica que preze pelo controle do nível de preços.

Isto não implica que o *Federal Reserve* ou o Banco da Inglaterra não tenham assumido posturas monetárias expansionistas em diferentes momentos históricos, mas que havia um compromisso implícito em controlar o nível de preços no longo prazo. Um dos fatores que pode contribuir para este compromisso é a configuração de forças domésticas. Nos EUA, por exemplo, dois quintos da dívida pública estadunidense pertencem a investidores domésticos. Por consequência, qualquer tentativa de reduzir o peso da dívida através da inflação sofreria grande resistência doméstica de diversos grupos que detêm os títulos públicos (PRASAD, 2014). Segundo esta perspectiva, portanto, este tipo de característica, associada à relativa transparência e à previsibilidade das autoridades monetárias, garante que a inflação não vá de encontro ao papel internacional da moeda.

Em segundo lugar, a partir da perspectiva de Cohen (2015), é central que o país que emita a divisa central do SMI tenha mercados financeiros profundos e líquidos que garantam convertibilidade plena e segurança do valor dos ativos transacionados. Para Cohen (2015, p. 11, tradução nossa), os mercados financeiros devem apresentar “[...] profundidade, amplitude e resiliência”²². O termo profundidade associa-se à capacidade do mercado de sustentar grandes ordens sem que o preço individual de um ativo seja significativamente afetado. A amplitude de um mercado relaciona-se ao número de participantes e à capacidade dos mesmos de garantir que o *spread* entre a demanda e a oferta de ativos não se torne muito amplo. Por fim, a resiliência de um mercado é a sua capacidade de resistir a grandes choques, o que normalmente implica a existência de um *Market Maker* (uma instituição capaz de garantir ordem no mercado frente a uma crise). Quando um mercado possui todas estas características, ele pode ser considerado um mercado líquido.

os líderes e seguidores em questões monetárias, portanto, o termo hegemonia não seria plenamente adequado para descrever o SMI.

²² “[...] *depth, breadth, and resiliency*”.

Aqui uma importante diferenciação faz-se necessária. Quando Cohen (2015), Eicheengreen (2011) e Helleineiner (2008) abordam o tema liquidez, eles o fazem pensando principalmente na liquidez de *mercado*. Um mercado líquido normalmente é caracterizado pelos baixos custos de transação, pelo alto número de participantes tanto do lado da oferta quanto da demanda, regras que garantem aos diversos participantes que as mudanças nos preços não serão demasiado amplas e a existência de um *Market Maker*, como mencionado acima (DAVIDSON, 2002).

No entanto, é importante notar que a liquidez dos mercados em si não implica que a divisa nacional transacionada naquele mercado terá *liquidez da divisa* (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014). Por exemplo, um país emergente como o Brasil pode ter mercados financeiros razoavelmente líquidos, no entanto, isso não implica que a sua moeda nacional desempenhará o papel de uma divisa internacional. Por mais que diversos países tenham se integrado à globalização financeira, suas moedas não são necessariamente líquidas do ponto de vista internacional pois as mesmas não desempenham os papéis tradicionais de uma moeda – unidade de conta, meio de troca e reserva de valor – para além de suas fronteiras. Este conceito será abordado em maior profundidade posteriormente, mas desde já é importante pontuar como a perspectiva “tradicional” em torno da internacionalização de moedas pode ser complementada com esta distinção teórica entre liquidez de mercado e liquidez da divisa.

Por fim, uma terceira condição econômica para internacionalização de uma moeda é o tamanho da economia emissora, ou o que Cohen (1998, 2015) denomina como uma ampla “rede transacional”. A partir desta perspectiva, é fundamental que um país que tenha uma moeda internacional possua uma economia grande em tamanho absoluto e com significativa rede de relações comerciais e financeiras, criando assim a demanda pela sua moeda. Nas palavras de Chinn e Frenkel (2005, p. 298, tradução nossa), “A moeda de um país que tem uma ampla participação na produção internacional, no comércio e nas finanças tem uma grande vantagem natural”²³. De maneira complementar, Mundell (2000) argumenta que o tamanho da rede transacional não só cria demanda pela moeda, mas contribui para que a sua estabilidade seja maior, dada a capacidade da economia emissora de resistir a choques externos.

²³ “*The currency of a country that has a large share in international output, trade, and finance has a big natural advantage*”.

Neste sentido, Cohen (2015) ressalta que não importa somente o tamanho da rede transacional de um país que quer emitir uma moeda internacional, mas a *estrutura* de dependências que se forma a partir dela. Quanto mais assimétricas forem as relações de dependência que decorrem do tamanho e peso de uma economia na economia global, mais capacidade de exercer influência o país emissor possui. Além do mais, uma vez estabelecida essa vantagem, as externalidades e complementariedades entre as diversas funções de uma moeda tornam mais difícil a emergência de um padrão monetário alternativo. Nos termos de Krugman (1984, p. 274, tradução nossa), há um elemento de “causalidade circular”²⁴ no qual as diferentes funções da moeda se reforçam. Portanto, quanto maior for a economia de um país, maior vai ser sua capacidade de alinhar os interesses de diversos agentes em torno da divisa que o próprio país emite e, por consequência, as externalidades de rede se tornam cada vez maiores.

Atualmente, no entanto, autores como Eichengreen, Mehl e Chitu (2018, p. 8, tradução nossa) questionam esta perspectiva e afirmam que “[...] diversas moedas nacionais podem desempenhar múltiplos papéis e [...] a inércia e a resistência não são tão fortes quanto assumido tradicionalmente”²⁵. Para os autores, novas tecnologias e avanços no sistema financeiro fazem com que os custos de transação, informação e coordenação sejam baixos e possibilitem que diferentes moedas sejam transacionadas em milissegundos. Não obstante, produtos financeiros como contratos futuros, *swaps*, opções e derivativos permitem que empresas possam denominar e liquidar suas exportações e importações em um leque maior de moedas. Como será argumentando em maiores detalhes posteriormente, esta perspectiva está parcialmente correta, mas ignora uma distinção essencial entre os papéis que as moedas desempenham. Diferentes agentes podem sim demandar um leque cada vez mais amplo de moedas, o que isso não significa que estas moedas sejam as que desempenham os três papéis clássicos de uma moeda no âmbito internacional.

Independentemente da perspectiva em torno do nível de importância das externalidades de rede, a literatura que foca nos aspectos

²⁴ “*circular causality*”.

²⁵ “[...] *several national currencies can play consequential international roles and [...] inertia and persistence are not as strong as traditionally supposed*”.

econômicos da internacionalização monetária tende a convergir no entendimento que, quando uma determinada moeda detém estes três aspectos – confiança, liquidez e redes transacionais –, ela adquire vantagens competitivas em relação a outras moedas. No entanto, a determinação de uma moeda internacional não se dá somente por fatores de ordem econômica. De acordo com Chey (2012, p. 60, tradução nossa), “a importância relativa dos diversos determinantes de uma moeda internacional é controversa”²⁶. Neste sentido, há uma série de outros autores que destaca que a determinação de uma moeda internacional é um processo flagrantemente político, o qual depende de relações geoestratégicas e de segurança (STRANGE, 1971; STOKES, 2013; POSEN, 2008; NORLOFF, 2014; FIORI, 2014; METRI, 2012).

Uma maneira de abordar este tema é através do *status* que a moeda internacional apresenta. Strange (1971), por exemplo, pontua como o *status* de moeda internacional da libra esterlina dependia não somente dos seus atributos econômicos, mas também dos laços de política externa do Reino Unido junto às colônias britânicas e aos países que estavam na sua zona de influência. Por consequência, de acordo com a autora, existem quatro categorias de moedas internacionais: líder (*top currency*); neutra (*neutral currency*); master (*master currency*) e negociada (*negotiated currency*). Em moedas líderes, bastam os atrativos econômicos da moeda para que ela seja amplamente utilizada internacionalmente, o que implica que não há necessidade do país emissor de negociar politicamente sua aceitação por outros atores. Já em moedas *masters* ou negociadas, as quais não detêm os elementos capazes de tornar a moeda competitiva em termos econômicos, o papel militar do Estado emissor e a sua capacidade de galgar apoio através de concessões políticas são centrais para a manutenção do seu *status* como moeda internacional.

Helleiner (2008), partindo dos conceitos de Strange (1971), argumenta que existem fundamentalmente dois canais de influência política em torno da internacionalização monetária. O primeiro é o *canal indireto*, no qual há um esforço do país emissor para aprofundar a confiança, a liquidez e as redes transacionais da moeda. Já o *canal direto* se relaciona principalmente com moedas que já não tem mais características econômicas que justifiquem sua adoção (moedas negociadas), logo, o Estado emissor tem de oferecer ajuda externa, promessas de acesso a mercados e proteção militar, dentre outras

²⁶ “*The relative importance of the diverse determinants of international currency status remain controversial*”.

iniciativas que consigam galgar suporte político a sua moeda a despeito das suas características propriamente econômicas.

A perspectiva de Cohen (2015) tende a enfatizar que os fatores políticos que explicam a determinação de moedas internacionais não são necessariamente coercitivos, mas ainda assim desempenham um papel importante na denominação de divisas internacionais. No âmbito interno, o autor argumenta que, para que um país tenha uma moeda competitiva, é necessário que haja estabilidade política, respeito pelo Estado de direito e pelas leis de propriedade privada, pontos também defendidos por Prasad (2014; 2016) e Subacchi (2017, p.186). Para esta última, por exemplo, “transparência, responsabilidade, e separação dos poderes – legislativo, judiciário e executivo – são elementos de boa governança que sustentam a confiança em uma moeda”²⁷. Como mencionado anteriormente, Walter (2006) também argumenta nessa linha, defendendo que o compromisso com uma política monetária ortodoxa e uma arquitetura legal e institucional que favoreça os interesses financeiros são centrais para incitar confiança nos agentes internacionais em relação à capacidade da moeda de desempenhar seus papéis no âmbito internacional.

No âmbito internacional, Cohen (2015) aponta mais dois elementos como sendo centrais a partir de um âmbito político. Em primeiro lugar, o autor acentua a importância dos laços de política externa, principalmente como elemento capaz de forjar alianças no nível oficial, isto é, na utilização da moeda como âncora cambial, moeda de intervenção e reservas oficiais. Em segundo lugar, o autor pontua a importância do aparato militar. A experiência histórica do marco alemão, do yen japonês e do euro indica que moedas internacionais que ocuparam uma posição importante no regime monetário internacional²⁸, mas que

²⁷ “*Transparency, accountability, and separation of power – legislative, judiciary, executive – are the elements of good governance that underpin confidence in a currency and thus its international use*”.

²⁸ Como amplamente difundido na literatura, a definição de regimes de Krasner (1982, p.185) é de que os mesmos são “princípios, normas, regras, a procedimentos de tomada de decisão através dos quais as expectativas dos atores convergem em uma certa área” [tradução nossa]. Na presente pesquisa, entende-se o conceito de regimes no sentido que Susan Strange (1988) aponta, como sendo as “regras do jogo”. É importante pontuar que a leitura da autora sobre regimes não era no sentido de criticar o conceito em si, mas sim de problematizar a falta

não foram apoiadas por um aparato militar forte e independente, tenderam a encontrar limites estruturais à utilização de suas moedas. Para Cohen (2015), o fato de um país poder garantir a estabilidade através da sua atuação militar incita a confiança – tanto de agentes privados quanto públicos –, em momentos de incerteza, reforça assim o papel da moeda como reserva de valor.

Existem outros autores que entendem que a determinação de moedas internacionais depende em maior grau dos condicionantes políticos (FIORI, 1999; FIORI, 2014; METRI, 2012; 2017). Para autores como Fiori (2014, p. 41), por exemplo, a escolha de uma moeda não ocorre a partir de um cálculo de custo-benefício de agentes de mercado, mas é “[...] um subproduto da guerra e da vitória da superpotência, que soube impor sua superioridade política e militar”. Para o autor, que utiliza como inspiração argumentos de Hilferding (2006 [1910]) e Polanyi (2001 [1944]), entre outros, o sistema internacional é marcado pela contradição entre duas forças, ou movimentos, na linguagem de Polanyi: uma é a tendência à expansão econômica que deriva da aliança entre capital financeiro e poder político no seio dos Estados, e outra é a afirmação da territorialidade e da soberania. Neste sentido, não há uma tendência ao equilíbrio entre estes movimentos, mas um constante realinhamento e tensão que molda a distribuição de poder e capacidades entre as unidades do sistema que, por sua vez, são desiguais e organizadas hierarquicamente.

Por consequência, a moeda internacional não é vista meramente como um bem influenciado pela oferta e demanda, mas sim um braço da hierarquia política e militar internacional que resulta de questões de dominação de territórios e imposição de padrões financeiros e monetários. Ou seja, a moeda internacional não é adotada por ser competitiva, mas ela é competitiva porque deriva de um processo de expansão, dominação e imposição anterior que criou as condicionantes para que a moeda pudesse ser adotada internacionalmente.

Metri (2012) complementa a perspectiva de Fiori (1999; 2014), ao especificar alguns pontos em torno do processo de internacionalização monetária. Segundo o autor, que parte de uma concepção chartalista²⁹, a configuração de espaços monetários decorre da capacidade de uma

análises que considerassem o *porquê* de determinados regimes assumirem tal forma e quais eram as relações de poder subjacentes.

²⁹ Esta perspectiva foi originalmente proposta por Knapp (1905) e assumiu novos contornos recentemente com a chamada *Modern Monetary Theory*. Para o estado da arte sobre o tema, ver: Wray (2015).

autoridade central de definir qual será a unidade de conta aceita como recebimento de tributos. No âmbito internacional, no entanto, a imposição de um espaço de circulação monetário não pode ocorrer através de tributos como no âmbito doméstico dada a natureza anárquica do sistema internacional. Por conseguinte, de acordo com o argumento proposto, existem três formas de internacionalização monetária: a dominação direta, a construção de territórios econômicos e o controle de zonas estratégicas de acumulação.

A dominação direta refere-se a conquistas territoriais, sistemas coloniais e imposição coercitiva da moeda do país dominante. De modo complementar, Eichengreen, Mehl e Chitu (2018) demonstram como esta lógica operou em colônias como a Índia, o Ceilão, a Austrália e o Canadá, as quais eram coagidas a deter reservas em libras esterlinas, ao mesmo tempo que as colônias da França na Indochina, dos Países Baixos nas Índias Orientais e da Alemanha no Oeste da África acumulavam as moedas das suas respectivas metrópoles não por escolha, mas como resultado da imposição colonial.

Em segundo lugar, de acordo com Metri (2012), a construção de territórios econômicos e acordos comerciais, financeiros e de investimento de natureza hierárquica e assimétrica favorece a escolha da moeda do país mais forte. Não obstante, muitas vezes o país mais fraco está endividado na moeda mais forte, o que condiciona países mais fracos do ponto de vista militar e econômico a “escolher” uma moeda não a partir de um cálculo de custo-benefício, mas como reflexo das relações de força subjacentes entre ele e outros países.

Um último elemento elencado por Metri (2012) é a dominação de espaços de acumulação centrais para a economia global, como rotas e entrepostos comerciais, centros financeiros e fontes de matéria-prima, que forçam os agentes a utilizar a moeda do Estado capaz de controlar estes locais estratégicos. Neste contexto, a adoção da moeda do país dominante não é uma escolha, uma vez que a não adoção do padrão monetário significa a exclusão da possibilidade de expansão econômica e política associada ao padrão monetário em questão (METRI, 2012). Portanto, em termos teóricos, as capacidades militares convertem-se em liderança monetária através da capacidade de dominação e coerção sobre espaços que, de maneira direta ou indireta, condicionam os demais agentes a adotar determinado padrão monetário.

Por fim, em um nível teórico, estas seriam as pré-condições que possibilitariam um país internacionalizar sua moeda a partir da perspectiva da EPI. Do lado propriamente econômico, a confiança, a liquidez e as redes transacionais são mencionadas como elementos centrais. Estes elementos, por sua vez, dependem da relação de forças entre os diversos agentes da economia política doméstica e dos arranjos institucionais criados a partir dos condicionantes internos. Quanto mais favoráveis estes forem para o surgimento de mercados financeiros desenvolvidos e quanto maiores os estímulos para a adoção de uma política monetária ortodoxa, mais chances o Estado emissor terá de inspirar confiança nos agentes internacionais.

Além do mais, dependendo do nível de “atração” econômica da moeda, estes condicionantes também se relacionam com a capacidade do país emissor de galgar o apoio político, seja através dos laços de política externa, seja através da capacidade do estado emissor de oferecer garantias de segurança – ou mesmo coagir outros atores através das suas capacidades militares. Nesta perspectiva, caso a moeda não detenha vantagens comparativas em termos de confiança, liquidez e redes transacionais, os agentes são “subornados” através de mecanismos políticos a aceitá-la.

Uma distinção importante colocada por Metri (2012) e Fiori (2014) é a de que as moedas não são bens neutros comercializados a partir de uma lógica de oferta e demanda, mas são em si um reflexo das forças políticas e militares subjacentes a cada período histórico, sendo condicionadas por processos de dominação e expansão econômica e política. Esta diferença básica entre perspectivas é importante pois ela critica implicitamente uma tradição dentro das EPI de pensar no agente, seja ele privado ou público, como uma entidade racional que escolhe moedas a partir de um cálculo de custo-benefício.

Cohen (2015), por exemplo, argumenta que as moedas são definidas em uma “luta darwiniana” e que as hierarquias monetárias se traduzem em poder para o estado emissor. Em linhas gerais, Cohen (2015) oferece uma teoria que explica a relação entre hierarquia e poder, sem, no entanto, contemplar como este poder molda a demanda por moedas internacionais. Isto é, há um *gap* teórico no sentido de que a teoria de EPI não determina porque atores decidem possuir certas moedas em suas carteiras em diferentes períodos de tempo para além de uma análise custo-benefício ou na qual o poder é conscientemente exercido. Precisamente por causa disso as EPI não conseguiram contribuir significativamente para o debate sobre a financeirização, o qual, de maneira ampla, delinea

como a ascensão das finanças muda as características de demanda dos diferentes atores como banco centrais, fundos de investimento, bancos, corretoras, dentre outros atores do mercado financeiro. No entanto, antes de aprofundar como ambas perspectivas se complementam, é importante discutir como a literatura de EPI encara a relação entre moedas internacionais e os benefícios e custos da internacionalização e, posteriormente, como isso se reflete no conceito de poder.

2.3 Responsabilidades, custos e benefícios

Possuir uma moeda amplamente utilizada internacionalmente incorre tanto em custos como benefícios. No entanto, cabe questionar: custos e benefícios da perspectiva de qual ator? Da perspectiva de uma empresa exportadora que pode denominar seus produtos na moeda internacional, os benefícios para atores que residem no país emissor da moeda internacional podem ser múltiplos. No entanto, para um cidadão que perdeu seu emprego em virtude da internacionalização da economia – a qual é uma das bases da internacionalização monetária –, os ganhos relativos podem ser escassos. O ponto principal a se destacar é que os impactos distributivos da internacionalização de uma determinada moeda são difusos e dependentes dos contornos da economia política doméstica de cada país (GERMAIN; SCHWARTZ, 2017)³⁰. Por consequência, no presente trabalho preferiu-se focar nos potenciais custos e benefícios que incorrem para o Estado e principalmente para os formuladores de políticas econômicas.

Primeiramente, pontua-se que possuir uma moeda internacional implica que o Estado emissor tem a responsabilidade de zelar pelo funcionamento do sistema monetário internacional. De acordo com Plihon (2004), um sistema monetário internacional tem principalmente três funções. A primeira é garantir o intercâmbio e a circulação de moedas, o que implica na criação de regras e infraestruturas globais em relação ao regime cambial e de convertibilidade de moedas nacionais. Em segundo

³⁰ Para Germain e Schwartz (2017), os principais custos distributivos domésticos da internacionalização monetária se resumem em um aumento do desemprego, apreciação cambial, diminuição da competitividade de indústrias exportadoras, aumento da desigualdade frente a um aumento do setor financeiro e estagnação do setor de serviços.

lugar, um SMI deve permitir o ajustamento na balança de pagamentos de seus participantes de acordo com mecanismos e regras estabelecidos. Por fim, é importante que um sistema monetário consiga atender as demandas por liquidez dos diversos agentes.

Em um sentido mais amplo, Kindleberger (1973) argumenta que um líder monetário deve atuar como estabilizador internacional em três níveis: i) manter um mercado aberto para produção do resto do mundo em tempos de falta de demanda internacional; ii) prover empréstimos contracíclicos de longa duração; iii) sustentar o sistema de crédito durante crises. De maneira auxiliar, o autor ainda pontua mais dois elementos importantes que envolvem a liderança monetária, em linha com Plihon (2004): em primeiro, é a capacidade do país líder de garantir a coordenação de políticas macroeconômicas no âmbito internacional e, em segundo lugar, assegurar um sistema de taxas de câmbio estáveis.

Sem entrar no mérito das questões da Teoria da Estabilidade Hegemônica, a experiência histórica recente mostra que os três primeiros elementos foram e continuam sendo responsabilidades importantes do país que emite a moeda internacional. Os EUA, através de déficits em conta corrente constantes, atuaram como fonte de demanda para os países emergentes que adotaram uma estratégia liderada pelas exportações, além de desempenharem o papel de banco central global em momentos de crise através da injeção de liquidez emergencial para outros bancos centrais e agentes privados (TOOZE, 2018). No entanto, a experiência histórica também evidencia que tanto a capacidade de coordenar políticas macroeconômicas como as taxas de câmbio foram “abandonados” quando a moeda estadunidense passou a não mais depender do lastro do ouro, em 1971. Assim, é importante reconstituir quais que eram os principais traços do regime anterior e como ocorriam os ajustes entre as economias nacionais.

As principais características do regime dólar-ouro que surgiu no pós-segunda guerra eram que as taxas de câmbio eram fixas em relação ao dólar mas ajustáveis em caso de desequilíbrios agudos na balança de pagamentos, a liberdade de fluxos de capitais era limitada e, em última instância, os problemas de liquidez na balança de pagamentos eram cobertos por instituições multilaterais como o FMI. Nota-se que os países poderiam alterar suas paridades com algumas restrições, no entanto, os EUA não podiam utilizar este mecanismo pois a paridade da sua moeda deveria ser fixa em ouro. Em vista disso, os estadunidenses não poderiam desvalorizar sua moeda para aumentar a competitividade de suas exportações frente à intensificação da competição por mercados

internacionais no fim dos anos 1960 (SERRANO, 2004; OCAMPO, 2017).

Além do mais, o aumento constante do déficit na balança de pagamentos, causado pela saída de capital dos investimentos diretos, da ajuda externa, e dos gastos militares no exterior, dentre outros motivos³¹, levou à gradual queda na confiança na paridade entre o dólar e o ouro. As pressões acabaram por levar ao abandono unilateral por parte dos EUA do regime dólar ouro, que dá lugar a regime cambial mais flexível e a gradual liberalização dos fluxos de capitais, que novamente passam a gozar de elevado grau de mobilidade.

Quando o dólar se desassocia de fato do ouro, tanto na paridade como na conversibilidade, o regime do dólar passa a ser um regime sem nenhum lastro monetário. Ou seja, o dólar passa a ser demandado não porque ele tem lastro e pode ser convertido em uma determinada quantidade de ouro, mas porque ele confere liquidez para os mercados, é a unidade de conta da riqueza financeira e oferece segurança para investidores em momentos de incerteza através dos títulos do tesouro (TAVARES; MELIN, 1997). Por consequência, os EUA não têm mais de se preocupar com as reservas em ouro, e seus déficits em conta corrente podem ser financiados através da emissão de títulos do tesouro americano, que passam a desempenhar o papel de reserva de valor global. Isso implica que, do lado das responsabilidades, defender o câmbio não era mais necessário e os juros passavam a se referenciar somente aos objetivos de política econômica doméstica, a despeito das consequências para outros países.

Portanto, a flexibilidade macroeconômica que advém do *status* de moeda internacional em um regime sem lastro é um ganho significativo para o emissor de moedas internacionais e permite a ele não ser sujeito à mesma disciplina de mercado imposta a outros países. Além do mais, dado que a dívida pública é encarada pelos atores internacionais como o ativo de maior segurança e há uma demanda perene pela mesma, o banco central americano pode definir a taxa de juros da sua própria dívida com significativa flexibilidade. Não obstante, em momentos de instabilidade e crise, o banco central pode reduzir os juros nominais básicos, o que é exatamente o oposto do que ocorre na maior parte de países periféricos e emergentes, os quais são compelidos a elevar a taxa de juros real com o intuito de impedir a saída de capitais voláteis e, por consequência, causar

³¹ Ver Serrano (2004).

uma desvalorização das moedas e dos ativos domésticos (TAVARES; MELIN, 1997).

A literatura tende a apontar outros benefícios para além da flexibilidade macroeconômica de deriva de emissão de uma moeda internacional. Em um plano ideacional, para Cohen (1998), um país que emite a moeda internacional desfruta de maior prestígio e *status* graças à utilização da sua moeda para além das suas fronteiras. Além disso, o autor pontua que emitir moedas internacionais reduz os custos de transação para o país emissor, o que acaba beneficiando os setores domésticos que podem ter acesso à moeda internacional sem os mesmos constrangimentos que outros atores, além de não contar com o constante risco de descasamentos monetários. Outro benefício constantemente abordado se relaciona aos ganhos de *seigniorage*, entendido em duas dimensões: uma quando os agentes demandam cédulas da moeda internacional, e outra quando detêm títulos denominados nesta moeda (COHEN, 2011; 2015; CHEY, 2012).

Nota-se, no entanto, que existem interpretações que questionam os ganhos reais associados à internacionalização monetária. Para Bernanke (2016), por exemplo, outros países desenvolvidos como Canadá, Alemanha e Reino Unido podem definir políticas de juros baixos para remuneração dos seus títulos da dívida. No entanto, Bernanke (2016) não menciona que, de acordo com dados do BIS (2018a), o estoque de títulos da dívida pública dos EUA é nove vezes maior que o da Alemanha, seis vezes maior que a do Reino Unido e 28 vezes maior do que a do Canadá (BIS, 2018a). Por consequência, percebe-se que a flexibilidade da qual os EUA desfrutam é maior, principalmente quando se contextualiza o tamanho dos déficits em conta corrente e do mercado de títulos públicos estadunidenses quando comparados aos de outros países desenvolvidos.

Cohen (2015) também argumenta que o excesso de títulos da dívida em circulação dos mercados internacionais acaba levando ao constrangimento dos EUA dependerem em grau elevado do financiamento internacional. De acordo com o autor, quanto maior o estoque de títulos da dívida em circulação, maior é a vulnerabilidade às demandas dos credores e maior a chance que o câmbio sofra pressões em momentos de incerteza. Cohen (2015) está correto ao apontar que o detentor da moeda internacional pode sofrer certos constrangimentos do ponto de vista da autonomia da política econômica, como quando há uma apreciação da moeda em decorrência da incerteza nos mercados internacionais. No entanto, estes mesmos constrangimentos são vivenciados pela maioria dos países, principalmente no que toca a

instabilidade dos fluxos de capitais e a tendência à instabilidade da taxa de câmbio.

Existem diferentes interpretações daquilo que a literatura chama como o “ciclo global financeiro” (ex: REY, 2015 BIANCARELLI, 2007) ou como a “dominância da balança de pagamentos” (OCAMPO, 2016). A principal ideia que une ambos os conceitos é que existem ciclos de expansão e retração nas condições financeiras internacionais que dependem das políticas monetárias dos EUA e da percepção de risco dos agentes econômicos, as quais determinam os preços dos ativos, as condições de crédito e os fluxos de investimentos internacionais. Para países que têm a conta capital aberta, por exemplo, as pressões pró-cíclicas sobre os juros são notadamente intensas. Caso as autoridades monetárias queiram implementar políticas contracíclicas, as pressões tendem a se acumular no câmbio, o qual tende a se valorizar durante *booms* e sofrer depreciação em momentos de maior incerteza internacional.

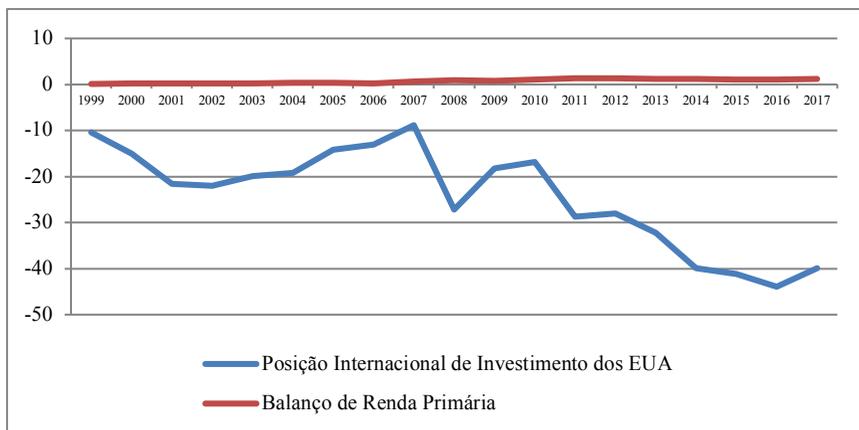
Isto implica que formuladores de política econômica em países emergentes e em desenvolvimento possuem uma margem de manobra muito menor do que países desenvolvidos (BIANCARELLI, 2007). Para Rey (2015), por exemplo, estes países não enfrentam um trilema macroeconômico, no qual, supostamente, a ausência de controles de capitais permitiria a autonomia da política monetária caso o regime de câmbio adotado fosse flutuante, mas sim um dilema. Na prática, a maior parte dos países emergentes e em desenvolvimento que abriram suas contas capitais vivenciaram períodos de instabilidade nos fluxos de capitais e perda da autonomia monetária, a despeito do regime cambial vigente. Logo, a volatilidade que advém da abertura da conta capital e do financiamento externo não é um ônus somente para a estabilidade macroeconômica dos EUA, mas é uma característica do regime monetário atual que afeta um número significativo de países, ainda que, em países periféricos e emergentes, o fenômeno tenha consequências mais profundas.

Ainda do ponto de vista das consequências negativas de deter uma moeda internacional, Helleiner (2017) argumenta que, durante a crise de 2008, os EUA tiveram que prover ativos seguros – títulos do tesouro – para o resto do mundo enquanto os investimentos dos EUA, denominados em outras moedas, sofriam perdas em outros países, o que, segundo o autor, acarretou em perdas patrimoniais significativas para os investidores

estadunidenses. Além disto, de acordo com o autor, a balança de pagamentos do país piorou em virtude da apreciação do dólar durante a crise, o que evidencia os “custos” de emitir uma moeda internacional.

Nota-se, no entanto, que a posição de investimento internacional (PII) líquida dos EUA é bastante peculiar. A PII líquida de um país é a diferença entre o estoque de ativos financeiros de residentes que representam direitos sobre não residentes e o estoque de obrigações de não residentes em relação a residentes. Como evidenciado no Gráfico 1, apesar de a PII dos EUA ser negativa e representar aproximadamente 40% do PIB estadunidense em 2017, a renda primária, evidenciada na linha vermelha, demonstra que os ativos financeiros de residentes sobre não residentes foi positivo. Isto significa que os ativos dos EUA sobre não residentes tiveram uma rentabilidade maior do que os ativos de não residentes nos EUA em decorrência da capacidade dos EUA de pagarem baixos juros sobre os passivos que o país emite. Neste sentido, a piora da PII mencionada por Helleiner (2017) não significa necessariamente que há uma transferência de recursos dos EUA para o resto do mundo, pelo menos enquanto os ativos de não residentes nos EUA tiverem uma rentabilidade menor do que os ativos dos EUA sobre não residentes.

Gráfico 1. Posição internacional de investimento líquida dos EUA, 1999–2017 (% do PIB).



Fonte: Fred St. Louis (2017b).

Ainda segundo Helleiner (2017), existem interpretações que divergem da ideia de que emitir uma moeda internacional aumenta a

flexibilidade macroeconômica do país emissor. Ele cita a discussão das consequências que influxos de capitais para os mercados financeiros estadunidenses têm sobre a taxa de juros. De acordo com este argumento, o fato de o dólar ser a moeda mais utilizada globalmente e os títulos da dívida serem os ativos com mais segurança do SMI fazem com que o influxo de capitais abaixe artificialmente a taxa de juros nos EUA, induzindo aos excessos financeiros e a um aumento da propensão ao risco por parte dos agentes domésticos em decorrência da ampla disponibilidade de fundos.

Ao mesmo tempo em que é possível argumentar que a arquitetura atual do sistema monetário internacional é disfuncional – do ponto de vista do modelo de crescimento global e dos mecanismos de ajuste –, é também plausível defender que ela beneficia os EUA, e não o contrário. Argumentar que a crise *subprime* ou os excessos do setor financeiro estadunidense ocorreram porque os países exportadores pouparam demais, investiram seus superávits em títulos americanos e levaram a uma queda dos juros deriva de uma concepção não consensual tanto do papel dos fluxos de capitais na disponibilidade de fundos quanto da formação da taxa de juros (BORIO; DISYATAT, 2011)³².

Helleiner (2017) também argumenta que emitir uma moeda internacional torna o país mais suscetível a crises financeiras pelo próprio tamanho que os mercados financeiros assumem quando uma moeda

³² Como argumentado originalmente por Keynes (2013[1936]) e em seguida por autores pós-keynesianos (CARVALHO, 2013), a poupança *ex-ante* não é condição prévia para a realização de investimentos, ou seja, a função do setor financeiro não é a de somente alocar poupança para seus usos mais eficientes, mas de *criar* liquidez baseado na vontade de bancos de assumir riscos e conceder empréstimos, na credibilidade dos tomadores de empréstimos e nas expectativas de rentabilidade futura. Neste sentido, a crise *subprime* não ocorreu porque o excesso de poupança dos países com superávits em conta correntes baixou os juros nos EUA, mas sim porque sistema monetário e financeiro dos EUA tem tendências ao excesso de elasticidade. Isto não significa que a grande demanda por ativos estadunidenses não tenha tido um impacto nos juros de longo prazo, mas que o excesso de expansão do risco no setor financeiro dos EUA é fundamentalmente uma consequência da desregulamentação e da propensão ao risco dos atores domésticos e não está relacionada diretamente com a poupança de outros países (BORIO; DISYATAT, 2011).

desempenha papéis internacionais. Citando Strange (1971), o autor argumenta que o país emissor de uma moeda internacional tende a tornar-se mais suscetível a pânico de mercado e fugas de capitais. No entanto, a crise *subprime* deixou claro que, mesmo que seja verdade que a propensão a crises seja maior no país que emite a moeda internacional, também é verdade que nos momentos de incerteza os investidores não fugiram do dólar, mas se refugiaram nele.

Por fim, Helleiner (2017) aponta um dos principais elementos que caracterizam o regime dólar flexível: o fato de que a economia dos EUA se tornou crescentemente “financeirizada”, conceito entendido como “[...] a crescente importância dos mercados financeiros, motivos financeiros, instituições financeiras e elites financeiras na economia e nas suas instituições, tanto no nível nacional quanto internacional” (EPSTEIN, 2005, p. 3). De fato, este argumento parece contar com apoio das evidências históricas frente à crescente importância do setor financeiro para a dinâmica de acumulação doméstica dos EUA e seus impactos em termos do perfil crescentemente “financeirizado” de empresas não financeiras, da importância da criação de valor para o acionista, do aumento da dependência dos bancos em relação ao financiamento de curto prazo em mercados monetários e dos episódios de instabilidade financeira (FOSTER; McCHESNEY, 2012; GUTTMANN, 2016).

Este ponto é importante, pois ele dialoga com o processo de internacionalização do RMB. Assim como ocorreu em países como Japão e Alemanha, existem também dúvidas dentro da China acerca dos verdadeiros benefícios de abrir mão da estabilidade financeira – atingida através de um controle direto sobre o sistema financeiro – em nome da internacionalização de sua moeda. Especialmente no caso da China, uma potencial abertura financeira nos moldes daquilo que seria um mercado capaz de sustentar uma moeda plenamente conversível vai contra interesses consolidados da economia política doméstica (JIANG, 2014). Portanto, seria pouco razoável imaginar que, pelo menos no curto prazo, o setor financeiro chinês pudesse competir em termos de profundidade, amplitude e abertura com aquele dos EUA devido aos entraves da política doméstica.

Logo, do ponto de vista econômico, nota-se que emitir uma moeda internacional implica tanto em potenciais vantagens quanto desafios. Do ponto de vista do país que emite a moeda dominante, os ganhos de deter a moeda internacional são consideráveis e permitem ao país não ter imposta sobre si a mesma disciplina de mercado imposta em países que se encontram em outras latitudes do globo. O país pode incorrer em

déficits fiscais/conta corrente sem que haja, em linhas gerais, tendência à fuga de capitais, pressões no câmbio ou aumento de inflação. Não obstante, os ganhos de *seigniorage*, a redução dos custos de transação e a diminuição de descasamentos monetários parecem confirmar o caráter vantajoso de se emitir uma moeda internacional.

Como visto, também existem certos desafios de se emitir uma moeda internacional. No entanto, os argumentos que relativizam os benefícios de internacionalizar uma moeda parecem ignorar que, em um mundo com contas capitais abertas e poucas restrições aos fluxos financeiros, a grande maioria dos países enfrenta limites no que tange sua autonomia de política econômica. De fato, o emissor da moeda internacional torna-se sensível a variações no câmbio e a demanda de credores, mas, quanto postas em um contexto mais amplo, ambos destes aspectos parecem não ser uma exclusividade do país que emite a moeda central do SMI. Logo, é importante compreender que a posição dos EUA é bastante singular e confere ao país uma autonomia no âmbito da política econômica que não é compartilhada entre demais países.

Emitir uma moeda internacional também implica responsabilidades. Como foi abordado, os EUA de fato atuaram como emprestadores de última instância na crise *subprime* e garantiram a manutenção da liquidez global em meio ao pânico financeiro. Além do mais, apesar do caráter protecionista de Donald Trump, o país continua a desempenhar o papel de “comprador de última instância” da economia mundial, além de absorver parte significativa das exportações globais e gerar demanda para países com estratégias de desenvolvimento lideradas pelas exportações (GUTTMANN, 2016). No entanto, percebe-se que, do ponto de vista das responsabilidades, os EUA abandonaram tentativas de coordenação de políticas macroeconômicas globais ou da estabilidade cambial depois que a moeda estadunidense se desvencilhou *de facto* do ouro³³.

³³ O exemplo do Acordo de Plaza ou o subsequente Acordo de Paris demonstra que os EUA não abdicaram completamente da tentativa de organizar ou coordenar as taxas de juros e taxas de câmbio de outros países. No entanto, nota-se que tais iniciativas não foram dadas sob bases multilaterais, visando a estabilidade do padrão dólar, mas foram tentativas pontuais de realinhar a macroeconomia estadunidense à ascensão de potências comerciais como o Japão e a Alemanha.

Em mais de um momento histórico o FED agiu de acordo com suas próprias preferências, sem assumir o “fardo” da responsabilidade de emitir a moeda internacional (CHEY; LI, 2016). Como exemplo, é possível mencionar o abandono unilateral da paridade com o ouro em 1971, os impactos em países emergentes da subida dos juros em 1979 ou mesmo a adoção de uma política monetária excessivamente frouxa no período pós-2008, a qual causou um ciclo de fluxos de capitais para países emergentes que, nas palavras do então ministro da fazenda brasileiro Guido Mantega, havia causado uma “guerra cambial internacional” (FT, 2010). Logo, é importante reconhecer que o banco central que emite a moeda internacional de um determinado regime monetário não parece perder um grau de autonomia elevado, principalmente quando se considera sua autonomia em relação a outros bancos centrais.

Não obstante, os mecanismos de ajustamento da economia internacional são, em sua larga maioria, dados pelo mercado e aos EUA cabe atuar como prestador de última instância, o qual impede que os sistemas de crédito privado entrem em colapso e garante que haja liquidez suficiente para atender às demandas dos mercados e governos.

Dadas estas considerações de caráter econômico sobre os benefícios e desafios enfrentados por um país que emite a moeda internacional, faz-se necessário avançar conceitualmente neste tópico e identificar, de maneira mais precisa, como emitir uma moeda internacional concede poder ao Estado emissor. Neste sentido, a próxima sessão busca compreender como se caracterizam as relações de poder no âmbito monetário.

2.4 Poder monetário

Como visto anteriormente, emitir uma moeda internacional está associado a uma série de custos e benefícios. No entanto, cabe indagar como emitir uma moeda internacional está relacionado ao conceito de poder. Esta seção objetiva discutir de modo breve o conceito de poder monetário em suas diversas dimensões com o intuito de aprofundar conceitualmente as perspectivas teóricas adotadas nesta pesquisa. Antes de abordar o assunto do poder monetário, é importante definir algumas bases de uma análise de poder.

Parte-se principalmente de Baldwin (2016), o qual se dedica a uma detalhada análise do conceito de poder relacional de Dahl (1957). De acordo com o autor, uma característica central do conceito de poder é que este é um conceito relacional, e não propriedade de um determinado ator.

Isto é, quando se trata de poder, é importante conceber o mesmo como uma relação potencial com um outro ator ou outros atores em um contexto específico. Portanto, deve-se considerar o poder como potencial de influência em determinadas relações sociais (BALDWIN, 2016).

A perspectiva de poder relacional também elenca o poder como um fenômeno multifacetado. Tradicionalmente, análises de poder consideram o mesmo como uma propriedade unidimensional em um jogo de soma zero. No entanto, é importante considerar as diferentes dimensões do poder, especialmente o escopo, o domínio e as bases no qual as relações de poder ocorrem. O escopo refere-se ao aspecto de uma relação que é mudada por relações de poder. Isto é importante pois, por mais que um determinado ator possa exercer poder em determinados contextos, não necessariamente ele consegue replicar esta influência em diferentes relações. Como exemplo, é possível argumentar que um país como a Coreia do Norte é capaz de exercer poder em termos militares, mas em termos econômicos o país é notadamente frágil à influência alheia. Já o domínio (*domain*) é definido como o número de outros atores sujeito à influência de um determinado ator. Abordar o tema de poder implica identificar quais atores estão sujeitos à influência de determinados atores. Estes dois aspectos são centrais para uma análise de poder: identificar tanto qual aspecto de uma relação é afetada por relações de poder, quanto quais atores são sujeitos a esta influência (BALDWIN, 2016).

Outro elemento na distinção entre as diversas faces do poder é a base sob a qual se assenta o poder. Tradicionalmente, análises de poder relacionam-se aos recursos materiais que concedem a determinado ator capacidade de influência. No entanto, em uma abordagem propriamente relacional, é importante especificar o escopo e o domínio no qual a relação se dá uma vez que nenhum recurso é hierarquicamente capaz de conceder influência em *todas* as esferas de relações de poder. Não obstante, há uma diferença entre possuir certas capacidades materiais e de fato utilizá-las, o que por sua vez indica que nem sempre recursos materiais se traduzem em relações de poder. Para Baldwin (2016, p. 77), “recursos [...] não são poder. Um ator pode ter recursos sem ter a habilidade ou motivação para usá-los”.

Este problema é especialmente importante no que toca assuntos monetários. É amplamente aceito que os EUA têm os recursos mais extensos em termos de capacidade militar. No entanto, não é consensual como esta capacidade se materializa em influência monetária. Como

abordado anteriormente, tentativas de discussão do tema foram feitas, mas não há uma consonância entre as diferentes perspectivas teóricas. Nas palavras de Kirshner (2014, p. 1011, tradução nossa), “[...] em relação as fundações militares do poder monetário [...] nós temos mais perguntas do que respostas”³⁴.

Dadas estas premissas de uma análise de poder relacional, os próximos parágrafos dedicam-se a explorar como a literatura de EPI aborda o tema de poder monetário.

Um dos primeiros autores a se aprofundar sobre o tema foi Kirshner (1995). Para o autor, o estudo do poder monetário é principalmente uma análise de como Estados podem utilizar relações monetárias internacionais como instrumentos de poder coercitivo. Neste sentido, o escopo da análise de Kirshner (1995) refere-se aos acordos e ações que afetam o valor, os usos, a estabilidade de moedas nacionais e o poder é compreendido como a capacidade de manipular estas relações para influenciar a atitude de outros Estados. Para o autor, o poder monetário pode ser exercido através de três formas.

A primeira forma é por meio da manipulação da moeda por intermédio de ações para afetar a sua estabilidade e o seu valor. A segunda forma é através da exploração da dependência monetária criada em arranjos multilaterais como blocos monetários. A influência pode se materializar de maneira direta, como ameaça de expulsão do bloco monetário, ou de maneira indireta, por meio da capacidade de fazerem convergir os interesses dos diversos Estados aos interesses do Estado mais influente. A terceira forma é através da ameaça de ruptura sistêmica, na qual atores se utilizam da possibilidade de causar uma ruptura em determinado arranjo monetário para atingir objetivos auxiliares (KIRSHNER, 1995).

Dentre estas diferentes maneiras de exercício do poder monetário, nota-se a relevância da segunda para a compreensão da atual arquitetura do sistema monetário internacional. Para Kirshner (1995), existem quatro maneiras através das quais explorar a dependência monetária: através da expulsão, da coação, da extração e do aprisionamento (*entrapment*) de um arranjo monetário. Este último conceito diferencia-se em certa medida dos outros, pois há uma tendência da maioria dos arranjos monetários em gerarem um “aprisionamento” dos diversos membros. Como defendido pelo autor, na maioria dos arranjos monetários o comércio doméstico de

³⁴ “*With regard to the military foundations of currency power [...] we still have more questions than answers*”.

países que dependem dele tende a se adaptar àquele padrão, os ativos e passivos denominados naquela moeda fazem com que o Estado passe a ter interesse em sua estabilidade, e, em termos mais gerais, grupos de interesse domésticos que se beneficiam do arranjo vigente vão defender sua permanência. Isto é, a participação em um arranjo monetário favorece a convergência de interesses em uma moeda que ocupa a posição central no padrão monetário, o que acaba por induzir a um processo de *path-dependence*.

Esta definição de Kirshner (1995) se aproxima do conceito de Poder Estrutural contido na obra de Strange (1988). Enquanto as outras formas de poder mencionadas anteriormente envolviam a manipulação consciente de relações monetárias para atingir objetivos do Estado – aquilo que Strange (1988) chama de poder relacional –, no conceito de *entrapment* a agência do Estado não é central dado seu controle sobre as estruturas do regime monetário. Para Strange (1988, p. 24-25, tradução nossa), o conceito de poder estrutural é

é o poder de moldar e determinar as estruturas da economia política global dentro do qual outros estados, suas instituições políticas, seus empreendimentos econômicos e (não menos importante) seus cientistas e outros profissionais têm que operar³⁵.

Em outras palavras, o poder estrutural é a capacidade de “[...] decidir como as coisas vão ser feitas” (Ibid., p. 25). Dentro desta perspectiva, o poder estrutural deriva do controle sobre as estruturas globais de segurança, finanças, produção e conhecimento. De modo mais específico, Strange (1988) argumenta que o ator que for capaz de prover segurança, de controlar a oferta de crédito, de decidir o que vai ser produzido e de ter controle dos canais de conhecimento terá capacidade de influenciar diversos atores, ainda que esta influência não seja visível ou necessariamente coercitiva.

³⁵ “[...] is the power to shape and determine the structures of the global political economy within which other states, their political institutions, their economic enterprises and (not least) their scientists and other professional people have to operate”.

Esse é um ponto de importância central para compreensão do poder estrutural de Strange (1988). O mesmo não se refere somente a situações nas quais há manipulação direta das relações e os interesses dos demais atores são necessariamente conflitantes com o do ator com poder estrutural. A partir da concepção da autora, aquele que possui poder estrutural pode “[...] alterar o leque de escolhas abertas a outros, sem colocar pressão aparente direta sobre eles para tomar uma decisão ou para fazer uma escolha em vez de outras. Esse poder é menos ‘visível’”³⁶ (Ibid., p. 31, tradução nossa). Neste sentido, o poder estrutural não só constrange a atitude de outros atores, mas pode também abrir oportunidades e moldar escolhas através de uma estrutura de incentivos.

A partir desta perspectiva, o domínio sobre as estruturas financeiras³⁷ ocupa lugar central na obra da autora, para quem o “[...] o poder de criar crédito é politicamente muito importante”³⁸ (STRANGE, 1988, p. 91, tradução nossa). Para a autora, o controle sobre as estruturas financeiras que permitem a criação de crédito tem efeito decisivo sobre as outras três estruturas e cria um potencial de influência importante em uma economia internacional crescentemente integrada por fluxos financeiros. Em uma análise complementar, Faudot (2018) demonstra como o controle da infraestrutura de pagamentos, mas principalmente do controle da infraestrutura de liquidação e compensação de dólares por parte dos EUA, garante ao país um potencial de controle sobre o sistema monetário internacional.

De modo mais específico, o autor interpreta a internacionalização monetária como sendo um reflexo direto da internacionalização dos bancos domésticos para além de suas fronteiras, movimento apoiado pela construção de um sistema de pagamentos que garanta operacionalidade à expansão financeira. Este é um ponto que, apesar de central para compreensão da organização do sistema monetário internacional, é pouco mencionado em análises de EPI. Três estruturas em especial de destacam: o Fedwire, o sistema de pagamentos constituído pelos 12 bancos federais de reserva que constituem o *Federal Reserve*, o *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* (SWIFT), o sistema de

³⁶ “change the range of choices open to others, without apparently putting pressure directly on them to take one decision or to make one choice rather than others. Such power is less ‘visible’”.

³⁷ De acordo com Strange (1988, p. 90), uma estrutura financeira é “a soma de todos os acordos que ditam a disponibilidade de crédito, mais todos os outros fatores que determinam os termos sob os quais as moedas são trocadas”.

³⁸ “[...] the power to create credit is politically very important”.

comunicação e mensagens financeiras que liga aproximadamente 11 mil instituições financeiras em 200 países, o *Clearing House Interbank Payments System* (CHIPS), o sistema de pagamento através do qual 95% das transações internacionais do dólar são feitas e o *Continuous Linked Settlement* (CLS), reponsável pela liquidação de operações cambiais. Em suma, o controle sobre as estruturas financeiras, mas principalmente sobre esta infraestrutura que concede funcionalidade ao sistema financeiro internacional é de importância central para compreensão do poder estrutural (FAUDOT, 2018).

Nota-se, no entanto, que na literatura de EPI existem algumas críticas em relação ao conceito de poder estrutural de Strange (1988). Para Cohen (2014), por exemplo, o conceito falha ao não especificar de onde derivam as estruturas do poder, isto é, a autora não especifica conceitualmente o porquê de determinados atores dominarem estruturas, além de não aprofundar temas relacionados a como outros atores se comportam frente ao poder estrutural e se o poder estrutural é sempre benéfico ao Estado poderoso. Ainda segundo Cohen (2014), Strange não especifica uma dimensão que, segundo o autor, é fundamental para compreensão do conceito de poder: que o mesmo pode significar tanto influência como autonomia. Para Cohen (2006, 2014, 2015), poder não implica somente a capacidade de influenciar outros atores, mas também significa possuir a capacidade de não ser influenciado por outros e ter autonomia na condução dos seus próprios objetivos.

Essa é, para Cohen (2006, 2014, 2015), a ideia central por trás de poder monetário e sua principal expressão é a capacidade de um Estado de não estar sujeito à disciplina de ajustes a desequilíbrios na Balança de Pagamentos (BP). Como exemplo, é possível considerar uma situação no qual um país possui déficits na BP, o qual pode ser eliminado ou através de uma diminuição da poupança (ex: utilizar reservas internacionais) ou através de financiamento em mercados globais, o que gera o acúmulo de maiores compromissos da dívida. Em ambos os casos a capacidade de equilibrar a BP no curto prazo não pode durar indefinitivamente dado que tanto as reservas quanto a capacidade de empréstimo em mercados internacionais têm limites concretos. Portanto, quando este limite se torna palpável, o Estado em questão tem de promover um ajuste no sentido de diminuir as despesas em relação a outros países e/ou gerar maior absorção de divisas internacionais.

Neste contexto, diversos instrumentos de política econômica podem ser utilizados para alcançar um equilíbrio, como uma desvalorização cambial da moeda nacional, uma redução dos gastos domésticos ou a imposição de controles de mercadorias e de capitais. De acordo com Cohen (2015), independentemente do instrumento de política econômica utilizado, há sempre tanto um custo tanto político quanto econômico em promover um ajuste, o que leva as autoridades a evitar tal processo. De modo mais específico, para o autor existem duas categorias de custos de ajustamento: os custos contínuos e os custos transitórios. Os primeiros referem-se aos custos da redução da absorção real de recursos que países deficitários enfrentam depois de realizar o ajuste, enquanto os segundos referem-se aos custos do realinhamento dos preços, rendas ou taxas cambiais necessárias para realizar o ajuste.

Dados os efeitos distributivos e custos tanto políticos quanto econômicos do ajustamento, Cohen (2006) defende que, frente à necessidade de uma redução real da absorção de recursos, um Estado tem o poder de transferir os custos de ajustamento para outros Estados (*power to deflect*) ou de postergar o momento de ajustamento (*power to delay*).

A capacidade de transferir o custo de ajustamento para outros depende das características domésticas da economia em questão, notadamente sua abertura e grau de adaptabilidade a dinâmicas externas. Dentro desta perspectiva, quanto mais aberta uma economia, maior o número de agentes domésticos que está exposto a consequências distributivas do ajustamento. No entanto, é também importante considerar a capacidade de adaptação de uma economia a pressões por ajustamento, isto é, se a economia consegue realocar recursos e fatores de produção de modo a não ser impactada pelas mudanças causadas pelo desequilíbrio. Portanto, países de alta renda, que possuem em geral economias mais diversificadas, são capazes de se adaptar melhor à realocação de recursos causada por uma pressão do desequilíbrio na BP (COHEN, 2006).

Já o poder de postergar o ajuste deriva, de acordo com Cohen (2006), das variáveis financeiras de um país, notadamente o tamanho de suas reservas internacionais e acesso a fontes internacionais de crédito. De acordo com esta perspectiva, a liquidez financeira que o Estado possui define sua capacidade de cobrir ou não déficits na BP ou pressões por ajustamento. Existe, no entanto, uma diferença qualitativa entre as duas estratégias. Diminuir as reservas implica maior grau de autonomia, pois não se criam passivos nem pressões adicionais para o ajustamento como seria o caso de assumir novos compromissos financeiros que, em certo grau, aumentam o estoque de dívida. Isto é, quanto maior o acúmulo de

estoques de dívida em moeda estrangeira – aquilo que Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) vão chamar de “o pecado original” –, menor a capacidade de autonomia decisória em termos de política econômica e maior a chance de que o Estado tenha de promover um ajuste real, principalmente em decorrência do caráter disciplinador dos mercados financeiros internacionais (COELHO; CAPINZAIKI, 2016).

Para o país que emite a moeda internacional central em um regime monetário, tanto o poder de transferir quanto postergar os custos de ajustamento são amplificados. Em relação ao poder de postergar os custos de ajustamento, nota-se a capacidade do Estado que emite a moeda internacional em ter uma demanda perene pelos seus títulos da dívida públicos, o que, por sua vez, permite incorrer em constantes déficits correntes e desfrutar de níveis de autonomia maior em termos de acúmulo do estoque de passivos. Não obstante, possuir uma moeda internacional que ocupe o topo da hierarquia dos mercados financeiros e desempenhe o papel de reserva de valor equivale não só a maior autonomia, mas também a maior capacidade de influência, principalmente em termos de controle do acesso ao crédito e a infraestrutura financeira do país, como mencionado anteriormente (COHEN, 2015).

No entanto, de acordo com Cohen (2015), esta influência que deriva do papel de reserva de valor e meio de investimento de moedas internacionais não é absoluta e depende de condições auxiliares. A primeira é a existência ou não de alternativas à moeda, o que pode comprometer a capacidade do Estado emissor de utilizar sua moeda como ferramenta política. A segunda é o tamanho do estoque da moeda que circula para além de suas fronteiras. Para o autor, quanto maior for este estoque e menor for a confiança de que o país vai honrar com seus compromissos financeiros, menor é a capacidade de utilizar a moeda para fins auxiliares. A hipótese subjacente de Cohen (2015) é a de que, frente ao acúmulo de passivos inerentes à manutenção de um regime monetário internacional, as condições que garantem sua sustentação seriam aos poucos degradadas. Em um tipo de perspectiva minskyana, ao longo do tempo a estabilidade de um regime monetário internacional seria minada pelo seu próprio funcionamento, criando assim espaço para a ascensão de novas moedas no âmbito internacional.

Em suma, a visão de Cohen (2006; 2015) sobre poder monetário demonstra que o conceito de poder não se relaciona somente à influência, mas também a capacidade de conservar certo grau de autonomia no que

tange o ajustamento frente a dinâmicas externas. Principalmente em um contexto de finanças globalizadas, no qual a instabilidade dos fluxos de capitais é a regra e não a exceção, compreender os mecanismos que ditam a capacidade de cada unidade soberana de resistir a pressões externas é de grande relevância para compreensão da hierarquia monetária contemporânea. Não obstante, com estudos recentes do *mainstream* econômico sobre os ciclos globais de liquidez e seu impacto em países periféricos (ex: REY, 2015), torna-se cada vez mais necessária uma compreensão para além dos aspectos econômicos do porquê diferentes Estados ocuparem posições diferentes na pirâmide monetária. Além do mais, Cohen (2006) acerta ao pontuar que, dentre as diversas funções que uma moeda representa, aquelas relacionadas à função de reserva de valor – tanto no âmbito público quanto privado – são as funções que permitem ao Estado emissor maior influência ativa.

Como será apontado adiante, estas perspectivas teóricas ajudam a iluminar a compreensão da internacionalização do renminbi em um regime monetário no qual o dólar ainda ocupa uma posição central. Compreender estes diferentes aspectos da internacionalização monetária – condicionantes; custos e benefícios; poder monetário – auxilia na análise de um fenômeno que é multifacetado e que tem como característica definidora o fato de incluir diversas variáveis. Dada a amplitude do tema, a próxima seção busca identificar como estas perspectivas teóricas podem ser utilizadas para compreensão do processo de internacionalização monetária do renminbi e, de modo mais objetivo, como esta compreensão teórica deve ser complementada em alguns aspectos.

2.5 Considerações finais

Dadas as bases teóricas que foram descritas, algumas observações são importantes para guiar a presente pesquisa. A hipótese que se defende é a de que, em decorrência do aumento relativo dos motivos financeiros por trás da demanda por moedas internacionais, o dólar conseguiu manter sua relevância internacional apesar de uma diminuição relativa da liderança econômica dos EUA em comparação a outros países. Isto não quer dizer que o país não tenha experimentado um período de intenso crescimento do PIB e de outros indicadores, mas que, em comparação a períodos como o pós-segunda guerra mundial, ou mesmo os anos 1990, os EUA perderam importância relativa quando comparados a outros países e blocos.

Dada esta hipótese, tem-se algumas auxiliares que derivam dela. A primeira é, dentre os determinantes da internacionalização monetária, o sistema financeiro é hierarquicamente mais importante do que os fatores “reais” da economia, como comércio e outras variáveis macroeconômicas como determinantes da importância de uma moeda no âmbito internacional. Argumenta-se que um aspecto central da dominância do dólar decorre da profundidade de seus mercados de títulos da dívida, de serviços financeiros auxiliares e de uma infraestrutura de pagamentos e compensações que cria uma dependência global do dólar não por escolha, mas por necessidade e falta de outros mercados com essas mesmas características.

Desta mesma hipótese decorre que, para a China internacionalizar sua moeda, existem limites estruturais postos pela dependência global do dólar, seja por parte de agentes privados e públicos. Primeiro, porque há uma distância importante entre os mercados dos EUA e da China em termos de profundidade, padronização e capitalização, o que torna uma busca pela competição na seara das finanças um desafio significativo. Além do mais, dadas as características domésticas da China, replicar o modelo de desenvolvimento financeiro estadunidense não guardaria correspondência com objetivos de política econômica dos líderes do partido comunista Chinês. Como será visto em maiores detalhes, a estabilidade financeira e macroeconômica são elementos centrais no que toca a legitimidade das lideranças chinesas.

Outra hipótese que deriva do fato de o regime atual ser predominantemente financeirizado é a que demanda pela moeda chinesa se caracterizou por ser instável. Assim como a demanda por moedas de países emergentes como Brasil, Rússia, Índia, África do Sul, Turquia, dentre outros, a demanda pela moeda chinesa mostrou uma tendência pró-cíclica e aparentemente descolada dos “fundamentais” macroeconômicos. Em momentos de ampla liquidez global, a moeda passou por um momento de apreciação, enquanto em momentos de incerteza a mesma passou por um período de depreciação acompanhado de fugas de capitais. Esses elementos demonstram que a moeda chinesa tem sido demandada não como uma moeda “plena”, isto é, que desempenha o papel de unidade de conta, reserva de valor e meio de troca no âmbito internacional, mas sim como uma moeda periférica, demandada principalmente em decorrência de expectativas de valorização.

Se de um lado a demanda pelo renminbi foi marcada pela instabilidade, a demanda pelo dólar tem se mostrado constante. Em termos teóricos, a permanência do dólar deriva de *entrapment* coletivo causado pelo excesso de passivos denominados em dólar. Ou seja, enquanto Cohen (2015) argumenta que o excesso de dólares circulando ao redor do globo enfraqueceria a capacidade dos EUA de postergar os custos de ajustamento, argumenta-se que exatamente o oposto ocorre: como os diversos agentes internacionais dependem do dólar, seja como moeda de investimento, endividamento, denominação de exportações etc., o tamanho do estoque da dívida dos EUA não é um fator central na sua escolha pelo dólar e, por consequência, o aumento do mesmo não diminui a capacidade dos EUA de postergarem os custos do ajustamento (KALTENBRUNNER; LYSANDROU, 2017).

Além do mais, o país goza não somente de influência monetária passiva, mas também de influência ativa através das linhas de *swap* e sua capacidade de controlar a liquidez global com um grau de discricionariedade maior quando comparado a períodos anteriores (HELLEINER, 2014). Neste sentido, em termos do escopo do poder monetário, nota-se a crescente capacidade de influência dos EUA sobre o controle da liquidez global, principalmente em reação a períodos de instabilidade, como em 2008. Em termos do domínio, o papel de prestador de última instância, reforçado na crise *subprime*, garante maior influência sobre países que têm sistemas financeiros integrados às finanças globais e que dependem dos EUA em momentos de escassez de liquidez. Em termos mais amplos, nas palavras de Strange (1988), pode-se conceituar tal poder “sobre” as estruturas globais de liquidez como um tipo de poder estrutural que cimenta a posição de liderança do dólar no sistema internacional.

E como pensar conceitualmente a posição da China neste contexto? Como visto anteriormente, o conceito de poder estrutural refere-se tanto à capacidade de moldar as estruturas da economia política internacional na qual outros agentes vão interagir, como também a alterar o leque de escolhas disponíveis para outros atores. Neste sentido, seguindo a perspectiva de Chin (2014), argumenta-se que a China tem tanto uma maior capacidade de postergar os custos do ajustamento – em decorrência do seu acúmulo de reservas – quanto um tipo de “segunda face” do poder estrutural, que deriva da capacidade de oferecer novas possibilidades a diferentes agentes (principalmente a países emergentes e em desenvolvimento) em termos de financiamento, participação em instituições financeiras e monetárias e acesso a liquidez de emergência.

Ou seja, apesar da resiliência do dólar como moeda internacional, a China tem ganho tanto maior autonomia quanto maior influência dentro do regime existente.

Estas são, em linhas gerais, as bases teóricas da presente pesquisa. No entanto, ainda em um nível teórico, existem alguns elementos específicos da abordagem descrita que precisam ser aprofundados. Em primeiro lugar, a perspectiva sobre a origem do dinheiro de Cohen (2015) é analisada à luz da perspectiva pós-keynesiana. Em segundo lugar, uma diferente perspectiva do papel do dinheiro fornece as bases para uma interpretação da razão pela qual a demanda por moedas internacionais tem padrões distintos entre si. Ambos os pontos contribuem para uma compreensão do porquê o renminbi não foi demandado em maior escala por agentes privados e explica, em certa medida, como o dólar manteve sua posição no topo da hierarquia monetária. O próximo capítulo aprofunda essas, dentre outras questões, daquilo que é conhecida como a “teoria das hierarquias monetárias”.

3. A TEORIA DAS HIERARQUIAS MONETÁRIAS E O DÓLAR NO REGIME MONETÁRIO INTERNACIONAL CONTEMPORÂNEO

3.1 Introdução

Como apontado anteriormente, Cohen (1998) não aborda em maior profundidade a teoria monetária subjacente à sua obra. Em diversos momentos da sua produção, parte-se da premissa de que a moeda surge como uma consequência da “dupla coincidência de vontades” de sistemas econômicos que dependiam do escambo. De modo mais preciso, para Cohen (1998), a introdução do dinheiro facilitava as trocas multilaterais, o que por sua vez promoveu a especialização e fomentou a divisão do trabalho. Ao mesmo tempo, o autor argumenta que o dinheiro é um “fato social”, no sentido de que sua aceitabilidade depende da construção de instituições sociais que deem substância ao papel da moeda.

Esse aspecto é importante na obra de Cohen (1998), graças à centralidade que o autor dá às externalidades de rede na determinação da moeda internacional. Segundo essa perspectiva, quanto maiores as redes transacionais de uma determinada moeda, menores os custos de procura pela informação e maiores os benefícios associados à sua utilização. Em suma, a perspectiva de Cohen (1998) em torno dessas questões monetárias – como a definição do dinheiro e sua natureza – é em certa medida convencional e não dialoga com discussões presentes em outros campos da ciência econômica.

Nota-se que essa ausência de uma discussão mais aprofundada sobre a natureza da moeda não é um aspecto somente da obra de Cohen (1998), mas das EPI como um todo. Ao discutir sistemas monetários, os autores partem da premissa que há um consenso majoritário em relação à definição da moeda, apesar de o conceito ser passível de diferentes interpretações. Argumenta-se que Cohen (1998) parte de uma premissa neoclássica sobre moedas, sem especificar de modo claro qual sua natureza ontológica, quais instrumentos funcionam como dinheiro, como o dinheiro é criado e quais atores constituem um sistema monetário (MARAU, 2018).

Portanto, a intenção desse capítulo é complementar a perspectiva de Cohen (1998) por meio da exposição de conceitos da teoria pós-

keynesiana. Em primeiro lugar, busca-se discutir diferentes perspectivas em torno da definição e da natureza do dinheiro do ponto de vista pós-keynesiano. Em seguida, procura-se aprofundar o debate em torno do conceito de preferência pela liquidez, sua importância na obra de Keynes e suas interpretações contemporâneas, principalmente do ponto de vista da “teoria das hierarquias monetárias”. Essas considerações não visam conflitar com a perspectiva de Cohen (1998, 2015), mas complementá-la, principalmente no sentido de dar maior centralidade ao papel das finanças como elemento central na determinação de moedas internacionais. Em seguida, realiza-se uma discussão sobre a configuração atual do sistema monetário internacional e, por fim, como essa arquitetura influencia a inserção de países emergentes e em desenvolvimento na globalização financeira, com foco em especial na China.

3.2 Concepções sobre a moeda e sobre a preferência pela liquidez a partir da perspectiva pós-keynesiana

Apesar de Cohen (1998) não aprofundar a discussão sobre a natureza da moeda, ele utiliza argumentos que se assemelham em larga medida a pontos defendidos pela perspectiva neoclássica, para a qual o dinheiro não pode afetar a dinâmica de crescimento de longo prazo e é, em sua essência, um elemento neutro. Ao afirmar que o dinheiro surge da necessidade de tornar as trocas do escambo mais eficazes, por exemplo, o argumento de Cohen (1998) se assemelha aquele de David Hume (1752)³⁹, para quem a moeda “não é uma das rodas do comércio, mas sim o óleo que garante com que o movimento das rodas seja mais suave e fácil” (HUME, 1752, *apud* ARNON, 2011, p. 10). Deste argumento de que a moeda funciona principalmente como meio de troca deriva uma versão

³⁹ Hume (1752) é também conhecido, dentre outras coisas, por estabelecer o modelo básico de desequilíbrios na balança de pagamentos. De acordo com essa perspectiva, em um regime monetário padrão-ouro um excesso de importações em um determinado país leva a uma saída de ouro da nação deficitária para a nação superavitária. Portanto, a base monetária e, por consequência, os preços relativos, são alterados. O aumento relativo dos preços no país superavitário aumenta sua demanda por importações e torna suas exportações mais caras, enquanto o contrário ocorre com a nação deficitária. Essa mudança nos preços relativos eventualmente leva a um novo equilíbrio “automático” na balança de pagamentos.

primitiva da ideia de que um aumento na quantidade de moeda levará somente a um aumento dos preços, sem afetar os fatores reais, a qual se perpetuou através dos séculos e acabou moldando de maneira decisiva aquilo que viria a ser conhecida como a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) (ARNON, 2011).

Ainda que Cohen (1998) não defenda esses pontos explicitamente, é também importante que mais atenção seja dedicada, dentro das EPI, em concepções mais claras sobre a natureza monetária da economia internacional e sobre a importância da incerteza na tomada de decisão dos diferentes agentes.

Tal demanda se justifica não só pela necessidade de aprofundar teoricamente as perspectivas de EPI em torno do papel da moeda e das finanças no regime monetário internacional atual, mas também pela importância que essa contribuição pode dar no sentido de compreender a manutenção do dólar como principal moeda internacional. Esse ponto é de importância central para a presente pesquisa. Assumir uma postura sobre a moeda que seja atrelada a concepções tradicionais sobre fenômenos monetários impede que as EPI possuam elementos teóricos capazes de explicar o porquê agentes demandam o dólar e não o renminbi em momentos de incerteza. A falta de uma teoria monetária subjacente à explicação do SMI implica que não há uma discussão mais profunda sobre os motivos pelos quais bancos e diferentes agentes financeiros decidem ter dólares em seus balanços e não outras moedas. Portanto, discutir, ainda que brevemente, a teoria monetária pós-keynesiana possibilita uma explicação da escolha de portfólio dos principais agentes econômicos, além de viabilizar uma compreensão mais ampla da importância que o setor financeiro representa na manutenção do padrão dólar-flexível.

De acordo com Lavoie (2014, p. 187), existem algumas premissas básicas que diferenciam a teoria monetária pós-keynesiana⁴⁰ da teoria monetária ortodoxa, como evidenciado na Tabela 2.

⁴⁰ De acordo com Lavoie (2014, p. 30-47), a tradição pós-keynesiana pode ser compreendida como escolas de pensamento econômico que derivam das ideias de seguidores “radicais” de Keynes, como Nicholas Kaldor, Joan Robison, Richard Kahn, Pierrro Sraffa, Michal Kalecki, dentre outros. Ainda de acordo com Lavoie (2014), existem algumas premissas compartilhadas entre as diferentes vertentes pós-keynesianas: realismo científico, organicismo, importância da demanda efetiva, o investimento cria poupança, importância do tempo histórico, da incerteza e de dinâmicas monetárias, dentre outras. No entanto, como será abordado, existe significativa discordância entre autores pós-

Tabela 2. Principais características da teoria monetária pós-keynesiana.

Características	Escola Pós-Keynesiana	Ortodoxia
Oferta monetária é... Moeda...	Endógena Tem uma contrapartida	Exógena Cai de um helicóptero
A principal preocupação é... Moeda é ligada...	Dívidas, crédito Às relações sociais e à produção	Dinheiro, ativos Trocas privadas
Causalidade monetária... Bancos são...	Empréstimos criam depósitos Criados de fluxos de crédito	Depósitos permitem empréstimos Intermediários financeiros

Fonte: Lavoie (2014). Elaboração própria.

É importante salientar, no entanto, que dentro das perspectivas denominadas pós-keynesianas, existem diferenças significativas no que tange as definições em torno do dinheiro e seu papel na economia. Neste sentido, inicia-se com uma breve contextualização das discussões em torno da teoria monetária pós-keynesiana com o intuito de demonstrar a pluralidade de perspectivas sobre o tema na literatura. De acordo com Chick e Dow (2013), existem quatro abordagens sobre a teoria monetária na literatura pós-keynesiana: a abordagem da preferência pela liquidez⁴¹, a teoria do circuito monetário⁴² e as duas formas de dinheiro endógeno, a estruturalista⁴³ e horizontalista⁴⁴. Apesar de compartilharem pontos de convergência, essas perspectivas possuem premissas antagônicas e diferenças de enfoque. Para a teoria dos circuitos monetários, o papel do dinheiro como ativo é relativamente negligenciado, enquanto os estruturalistas questionam a oferta monetária acomodativa, a qual é uma premissa básica dos horizontalistas. Kaldor (1982), por exemplo, critica a

keynesianos sobre questões monetárias, portanto, faz-se necessário explorar os diferentes pontos defendidos.

⁴¹ Ver Davidson (2002).

⁴² Ver Seccareccia e Parguez (2002).

⁴³ Ver Dow (2006).

⁴⁴ Ver Moore (1988).

perspectiva da preferência pela liquidez nas bases de que a mesma não seria compatível com uma ideia de dinheiro endógeno. Nas palavras de Carvalho (2015, p. 47, tradução nossa),

Muitas vertentes da macroeconomia Keynesiana concordaram que a oferta de moeda é endógena em alguma medida. Particularmente, praticamente todas as variedades de teoria macroeconômica Pós-Keynesiana explicitamente rejeita a hipótese “verticalista” de que o banco central determina totalmente a oferta monetária. As convergências, no entanto, param aí⁴⁵.

Como apontado por Lavoie (2014), a maior parte das controvérsias contemporâneas entre diferentes perspectivas sobre teoria monetária datam dos debates, em meados do século XIX, entre a Escola da Moeda (*currency school*) e a Escola Bancária (*Banking school*). Em linhas gerais, os primeiros defendiam uma primeira versão da TQM, argumentando que a inflação vivenciada no período decorria do excesso de emissão monetária e que o Banco da Inglaterra deveria retornar à convertibilidade plena entre papel-moeda e as reservas em ouro. Por outro lado, os defensores da escola bancária defendiam que o aumento dos preços decorria do aumento da atividade econômica e que a oferta monetária era endógena, dado que era constituída por crédito bancário, o qual respondia as demandas de empresários e não era limitado pela quantidade de reservas⁴⁶.

Atualmente, a literatura no campo pós-keynesiano sobre o dinheiro endógeno assume predominantemente um caráter “horizontalista”, proposta inicialmente por Kaldor (1982) e Moore (1988), na qual a oferta monetária é determinada pela demanda por empréstimos e pela credibilidade dos tomadores⁴⁷, sendo que a taxa de juros é exógena – isto

⁴⁵ “[...] *many strands of Keynesian macroeconomics came to agree now that the money supply is endogenous in some sense. More particularly, practically all post Keynesian varieties of macroeconomic theory explicitly reject the so-called “verticalist” assumption that central banks can fully determine the money supply. Agreement, however, often stops at that*”.

⁴⁶ O presente debate é muito mais complexo e abrangente do que esse breve relato. Para uma visão compreensiva do tópico, ver Arnon (2011).

⁴⁷ Para Lavoie (2014, p. 193), “*Loans are created ex nihilo, at the stroke of a pen, or by punching a key on the computer, as long as the borrower is creditworthy, that is, as long as the borrower can show some collateral. The main limit to this*

é, determinada pelo Banco Central, e a criação da moeda decorre da capacidade dos bancos comerciais de estenderem crédito ao criar depósitos. Por outro lado, a perspectiva “estruturalista” dedica maior enfoque na preferência pela liquidez e escolhas de portfólio dos agentes econômicos, às posições nos balanços, às limitações microeconômicas e ao papel das expectativas como determinante central da expansão da oferta monetária e do crédito. Em suma, na perspectiva “estruturalista”, a moeda e o crédito são também endógenos, mas não plenamente flexíveis à demanda pelos mesmos⁴⁸ (DOW, 2006).

E como Keynes se encontra em meio a esse debate? Como argumentado por Carvalho (2015), Keynes (2013 [1936]) tinha uma posição que divergia da ideia de que a oferta monetária é determinada unicamente pela demanda por parte dos agentes econômicos. No entanto, como pontuado por Chick e Dow (2013), é também equivocado argumentar que Keynes defendia que a oferta monetária era completamente exógena e definida pelas autoridades monetárias. Segundo as autoras, a obra de Keynes (2013 [1936]) pode ser interpretada no sentido de que a oferta monetária é exógena, *mas* é combinada com a capacidade do sistema bancário de criar depósitos como resultado de suas operações de crédito.

A presente pesquisa não visa contribuir para esse debate, mas utilizar conceitos e ideias específicos da teoria da preferência pela liquidez como uma teoria que explica a demanda por moeda e outros ativos em um contexto de incerteza. Por mais que essa perspectiva encontre resistência por parte de alguns autores pós-keynesianos (ex: LAVOIE, 2006), os argumentos expostos acima demonstram que é possível conciliar a ideia de endogenidade monetária e preferência pela liquidez. Isso implica assumir e dar centralidade à moeda na forma de um ativo, isto é, que a moeda pode garantir a manutenção do poder de compra em diferentes períodos *depois* que ela foi criada endogenamente por bancos ao emitir seus passivos, os quais são aceitos como moeda pelo público (TILY, 2012). Não obstante, a teoria da preferência pela liquidez

process is given by the amounts of loans that can be granted to creditworthy borrowers. This depends on the willingness of borrowers to borrow, on the amount of collateral they can show, and on the willingness of banks to grant creditworthy status to their customers”.

⁴⁸ Ver Lavoie (2006) e Dow (2006) para uma exposição mais detalhada do assunto.

auxilia na compreensão de como o sistema monetário e financeiro internacional é marcado por movimentos de expansão e contração de crédito/fluxos de capitais, os quais decorrem da preferência pela liquidez dos diferentes atores globais.

No entanto, antes de expor como a teoria pode ser aplicada para uma análise do sistema financeiro e monetário internacional, é importante expor alguns preceitos básicos dessa perspectiva teórica. Uma primeira qualificação importante que distingue a análise de Keynes (2013 [1936]) e dos autores pós-keynesianos de outras escolas de pensamento é a centralidade do conceito de incerteza para uma economia monetária.

Como apontado por Dow (2014), essa perspectiva em torno da incerteza é frequentemente confundida com o conceito de “risco” na teoria econômica e das finanças. No entanto, ambos os conceitos são diversos, assim como apontado por originalmente por Knight (2012 [1921]). Enquanto o conceito de risco pode ser calculado a partir da probabilidade de fatos conhecidos, o conceito de incerteza se relaciona à ausência de probabilidades quantificáveis em um contexto não ergódico⁴⁹. A ideia de risco, nesta perspectiva, deriva de um sistema teórico “fechado”, no qual as variáveis são enquadradas como endógenas ou exógenas, onde variáveis endógenas interagem de modo pré-determinado em uma dada estrutura, as escolhas dos agentes são – em princípio – racionais e a informação relevante é disponível em maior ou menor grau. Já a incerteza fundamental no sentido keynesiano é endógena ao comportamento e à estrutura, além de ser vista não somente como um choque em mercados que tendem ao equilíbrio, mas sim como um elemento perene que molda o comportamento de agentes e instituições (DAVIDSON, 2002).

Essa perspectiva não implica que o futuro é uma incógnita absoluta. Continuidades comportamentais, institucionais e físicas garantem certa previsibilidade ao futuro, mas não uma previsibilidade como concebida nas teorias de expectativas racionais. Logo, o preço dos ativos em um determinado mercado – sejam eles um contrato futuro ou um ativo num mercado à vista – não refletem um preço fundamental, mas sim as expectativas contingentes em relação ao futuro compartilhadas pelos

⁴⁹ A ideia por trás desta afirmação é que, dado que o futuro ainda não aconteceu, é impossível calcular probabilidades estatísticas com dados que ainda não ocorreram. Portanto, parte-se do princípio que utilizar amostras do passado é equivalente a utilizar amostras do futuro dado que as regras que governam a realidade são imutáveis (DAVIDSON, 2002).

agentes em determinado período (BECKERT; BRONK, 2018). Isso implica que a demanda por moeda e, em âmbito mais geral, a determinação das escolhas de investimento, não é baseada somente numa análise racional dos fundamentais macroeconômicos, mas é também influenciada por convenções sociais e como essas convenções que emergem como mecanismo para lidar com a incerteza impactam os participantes de mercado.

No contexto histórico em que Keynes (2013 [1936]) escrevia, por exemplo, uma estratégia de proteção contra um futuro incerto era a manutenção de estoques de moeda dada liquidez intrínseca que a mesmo possuía. Liquidez, para o autor, é compreendida com a capacidade de trocar ou converter um ativo em um determinado período. Em outras palavras, liquidez é a liberdade de poder tomar novos rumos em termos de decisão de escolha de ativos de modo rápido e sem perda de capital.

Para Keynes (2013 [1936], p. 170, tradução nossa), existem três motivos pelos quais os atores econômicos decidem demandar moedas:

- (i) o motivo transacional, ex: a necessidade do dinheiro para transações de trocas pessoais e comerciais;
- (ii) o motivo precaucional, ex: o desejo por segurança quanto ao equivalente futuro da proporção total de recursos;
- (iii) o motivo especulativo, ex: o objetivo de assegurar o lucro de saber melhor do que o mercado o que o futuro trará⁵⁰.

A demanda transacional pode ser compreendida como a demanda por dinheiro para honrar compromissos contratuais correntes. A demanda especulativa por moeda se justifica pela ideia que, dada a existência de um mercado à vista onde ativos podem ser vendidos e os preços variam constantemente, possuir ativos líquidos permite a especulação em torno dessas variações. Por sua vez, a demanda precaucional é necessidade de possuir ativos líquidos que permitem um determinado agente honrar seus

⁵⁰ “(i) *the transactions-motive, i.e. the need of cash for the current transaction of personal and business exchanges; (ii) the precautionary-motive, i.e. the desire for security as to the future cash equivalent of a certain proportion of total resources; and (iii) the speculative motive, i.e. the object of securing profit from knowing better than the market what the future will bring forth*”.

passivos em determinado período. Frente à incerteza, agentes decidem deter ativos líquidos como forma de proteção a potenciais perdas de capital, de fluxos de renda ou de despesas inesperadas. Portanto, dada a liquidez intrínseca do dinheiro, possui-lo implica em uma garantia contra um futuro incerto (DAVIDSON, 2002).

Nota-se, no entanto, que ideia por trás da teoria da preferência pela liquidez não necessita se resumir somente à demanda por moeda, mas pode também ser interpretada como uma teoria de escolha de portfólio, como evidenciado no capítulo 17 da Teoria Geral. Nele, Keynes (2013 [1936]) argumenta que o preço da demanda de um determinado ativo é equivalente aos retornos que o ativo concede mais o prêmio pela liquidez do mesmo. Supõe-se que todo ativo deve gerar algum tipo de renda, seja através de lucros, dividendos, juros etc.; ou através de ganhos de capital, isto é, através da valorização do ativo. No entanto, assim como todo ativo gera algum tipo de retorno, deter um ativo também implica em custos de carregamento. Formalmente, é possível representar esses conceitos através do modelo de escolha de ativos proposto pelo autor:

$$r_a = a + q - c + l$$

Na fórmula, r_a representa a taxa de juros própria de cada ativo, a a expectativa de valorização, q representa o rendimento do ativo (*yield*), c os custos de carregamento e l o prêmio de liquidez. Logo, assim como apontado por Prates e Andrade (2013), pode-se inferir que há um *trade-off* entre os retornos monetários ($a + q - c$) e o prêmio pela liquidez (l) na maneira pela qual agentes decidem estruturar suas carteiras. Em uma economia monetária, ativos menos líquidos devem oferecer retornos monetários mais altos (seja através de q ou a) para compensar pela falta de liquidez e vice e versa. Além do mais, em momentos de elevada incerteza, o atributo da liquidez passa a ser mais importante para os detentores de ativos como estratégia de proteção contra um futuro incerto. Ressalta-se que, neste contexto, diversos ativos de uma carteira podem ter diferentes graus de liquidez que correspondem a facilidade com a qual o proprietário daquele ativo pode vendê-lo ou utilizá-lo como meio de pagamento.

3.3 A teoria da preferência pela liquidez num âmbito internacional

Essas ideias dão base para uma interpretação da liquidez de diferentes moedas no sistema monetário internacional. O enfoque internacional da teoria foi proposto principalmente por Prates (2005), Prates e Andrade (2013), Conti, Prates e Plihon (2014), Ramos (2016), Kaltenbrunner (2015) e Paula, Fritz e Prates (2017), os quais utilizam variações desse modelo⁵¹ para compreender a determinação da taxa de câmbio e as implicações da hierarquia monetária internacional em termos de autonomia de política macroeconômica. Em linhas gerais, parte-se da premissa que as diferentes moedas internacionais podem ser encaradas como ativos negociados internacionalmente que possuem diferentes gradações de liquidez. Do ponto de vista internacional, a liquidez de uma moeda é compreendida como a capacidade da mesma de desempenhar o papel de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor no âmbito internacional.

Como abordado no primeiro capítulo, os diferentes papéis das moedas se complementam e somente uma ou poucas moedas desempenham o papel de moedas plenas no âmbito internacional. Enquanto moedas que ocupam lugares centrais em diferentes regimes monetários são moedas utilizadas em diversas funções, as moedas de países emergentes e em desenvolvimento têm sua demanda influenciada principalmente por retornos monetários, isto é, pela sua apreciação em relação à moeda central do sistema monetário. É nesse sentido que as contradições da função de reserva de valor emergem: dada a premissa que, em linhas gerais, os detentores de carteiras internacionais buscam sempre a maior valorização dos seus ativos, há uma tendência em alocar recursos em ativos e moedas que estão em trajetória de valorização. Isso implica que moedas periféricas desempenham a função de reserva de valor, mas tal papel é condicional aos momentos de expansão do ciclo econômico internacional ou em outros momentos de “apetite pelo risco”, portanto sujeito ao estado de expectativas dos agentes internacionais (CONTI; PRATES, 2018). Em termos da equação vista acima, nota-se que moedas centrais têm um l estruturalmente alto, enquanto as moedas periféricas precisam compensar sua baixa liquidez com maiores retornos monetários ($a + q - c$).

Uma diferenciação importante entre *liquidez de mercado* e *liquidez da divisa* auxilia na compreensão do caráter cíclico dessa demanda. Um

⁵¹ Ver Ramos (2016).

mercado líquido normalmente é caracterizado pelos baixos custos de transação (c), alto número de participantes tanto do lado da oferta quanto da demanda, regras que garantem aos diversos participantes que as mudanças nos preços não vão ser demasiado amplas, a existência de um *Market Maker*, a facilidade de *fundings* por meio da utilização de ativos como colateral ou da emissão de papéis, isto é, a facilidade de tomar empréstimos e gerar crédito. Há também a liquidez “oficial” e a disposição do banco central em fornecer maior ou menor liquidez aos mercados, o que, por sua vez, também influencia a capacidade de financiamento dos agentes privados nos mercados.

Já a liquidez da divisa se refere à liquidez intrínseca da moeda como instrumento capaz de desempenhar o papel de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor no âmbito internacional (PRATES; ANDRADE, 2013). A liquidez da divisa pode também ser pensada a partir de uma ilustração da liquidez dos ativos em uma economia doméstica. Na explicação tradicional de livros-textos, os diferentes agregados monetários têm diferentes graus de liquidez. Nesta perspectiva, M0 (moeda em poder do público) e M1 (M0 + depósitos à vista em bancos comerciais) são meios de pagamento de liquidez imediata que não rendem juros, mas podem ser utilizados na troca de bens e serviços ou rapidamente convertidos em moeda. Já M2⁵², M3⁵³ e M4⁵⁴ são todos agregados monetários com menor liquidez e menor capacidade se serem convertidos em moeda de modo rápido e sem perda de capital. Ou seja, as diferentes gradações de liquidez dos agregados monetários correspondem aos diferentes níveis de propensão ao risco e preferência pela liquidez dos agentes que compõe a economia doméstica estão dispostos a assumir (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014).

⁵² M2 = M1 + depósitos de poupança + títulos privados.

⁵³ M3 = M2 + quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas com títulos federais.

⁵⁴ M4 = M3 + títulos federais em poder do público.

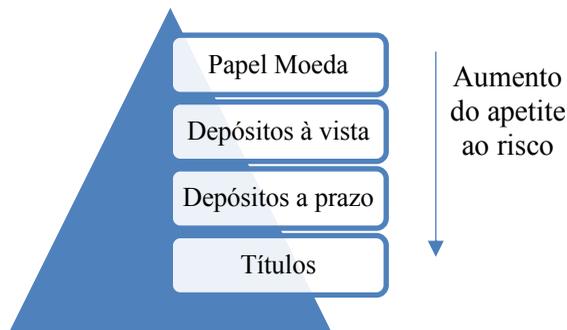


Figura 1. A pirâmide de liquidez monetária

Fonte: Elaboração própria.

Conforme mais dispostos os agentes em uma economia doméstica estão em abandonar a liquidez da moeda e adquirir ativos menos líquidos, mais eles se distanciam dos meios de pagamentos amplamente aceitos entre os agentes do mercado (o papel-moeda). Logo, a pirâmide monetária está organizada de acordo com o nível de aceitação que o passivo de um determinado agente é demandado por outros agentes. Ou seja, dado que aquilo que desempenha o papel de dinheiro é um passivo de algum agente (Estado, banco comercial etc.), o que caracteriza o que é aceito como dinheiro é a aceitação do dinheiro por outros agentes (NERSISYAN; DANTAS, 2017).

Nessa perspectiva, a moeda emitida pelo Estado ocupa o topo da pirâmide uma vez que essa é a moeda que o Estado aceita como pagamento para si próprio através de impostos. Como os governos podem definir quais instrumentos monetários podem ser utilizados para pagamento de dívidas junto ao Estado, os passivos emitidos pelo banco central como papel-moeda e reservas bancárias são os mais líquidos. Já os passivos privados dos bancos ocupam a segunda posição na pirâmide e sua liquidez depende do quão rápido a sua moeda (ou seja, os depósitos criados *ex-nihilo*) pode ser convertida no passivo emitido pelo Estado. Por fim, os passivos das famílias e das empresas são aqueles que ocupam a camada inferior da pirâmide, pois possuem a menor capacidade de serem convertidos em passivos emitidos pelo Estado (NERSISYAN; DANTAS, 2017).

Esse tipo de hierarquia entre diferentes moedas domésticas torna-se especialmente evidente em momentos de incerteza. Um exemplo concreto é como as *Mortgage Backed Securities* (MBS), títulos que agrupavam diversas hipotecas do mercado estadunidense, adquiriram uma avaliação de risco similar aos títulos do governo estadunidense e passaram a ser utilizadas como colateral para empréstimos em mercados monetários de curto prazo. Ou seja, na prática, elas desempenhavam funções monetárias e gozavam de ampla aceitação entre diversos agentes. Como se descobriu posteriormente, muitos destes papéis eram tóxicos, mas até o estouro da bolha os mesmos contavam com ampla liquidez e possuíam demanda constante em mercados secundários (TOOZE, 2018).

Assim como títulos que assumem liquidez em decorrência do apetite ao risco dos investidores e das condições financeiras favoráveis ao endividamento, internacionalmente, moedas periféricas adquirem liquidez da moeda em determinados momentos do ciclo econômico, mas tal liquidez é condicionada ao estado de expectativas dos atores econômicos. Portanto, assim como no âmbito doméstico, no âmbito internacional há uma hierarquia monetária – originalmente proposta por Strange (1971) e Cohen (1998) – que pode ser pensada a partir da liquidez das diferentes moedas.

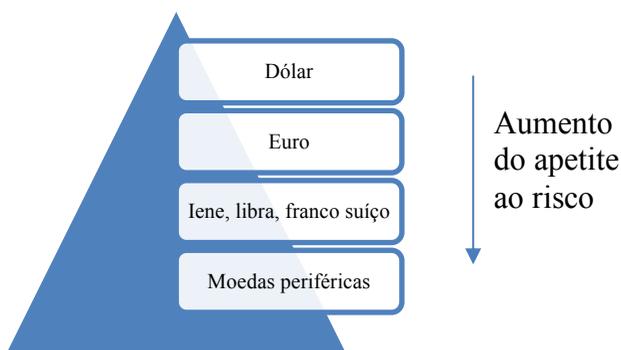


Figura 2. A pirâmide monetária internacional

Fonte: Conti, Prates e Plihon (2014). Elaboração própria.

Nas palavras de Prates e Andrade (2013, p. 409), “As moedas são posicionadas hierarquicamente de acordo com o seu grau de liquidez, que se relaciona com a capacidade dessas moedas de desempenhar internacionalmente as três funções do dinheiro”. Ou seja, as moedas estão posicionadas de acordo com seu atributo *l*, hierarquicamente superior no

caso do dólar e das moedas posicionadas no topo da pirâmide e estruturalmente menor em moedas consideradas periféricas. De acordo com Conti e Prates (2018), os determinantes da liquidez da divisa (*I*) e seu posicionamento na hierarquia monetária são convergentes às perspectivas vistas no primeiro capítulo e derivam de três fatores: (i) a dimensão e a integração da economia do país em questão; (ii) o poder geopolítico do país; (iii) a vontade política do governo nacional de internacionalizar a moeda.

No entanto, dentro das diferentes abordagens dentro das “teorias das hierarquias monetárias”, Kaltenbrunner (2015) promove uma interpretação complementar em relação aos determinantes da liquidez de diferentes moedas. Para a autora, que toma como base Minsky (1975), o prêmio pela liquidez de diferentes moedas não depende somente da sua capacidade de desempenhar os três papéis do dinheiro no âmbito internacional e dos elementos mencionados acima, mas da capacidade de determinada moeda de honrar compromissos financeiros. Isto é, para a autora, a liquidez de uma moeda está relacionada à capacidade da moeda de honrar passivos denominados na moeda de reserva global.

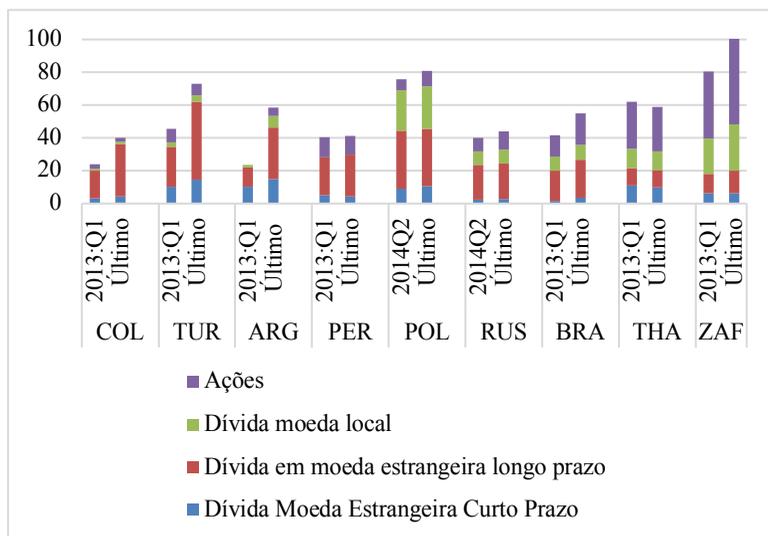
A discussão realizada anteriormente sobre a pirâmide monetária auxilia na compreensão desse ponto. Assim como o topo pirâmide monetária doméstica era ocupado pelos passivos do Estado, a pirâmide monetária internacional é ocupada pelos passivos do Estado que possuem maior aceitabilidade e capacidade de funcionar como instrumento para honrar dívidas. Como será abordado nas próximas seções, o dólar é a moeda na qual boa parte dos passivos globais são denominados e, portanto, é a única divisa capaz de honrar compromissos contratuais nela mesma. Logo, o dólar é por definição a moeda mais líquida do SMI, enquanto moedas emitidas por outros países têm sua liquidez associada à capacidade de serem convertidas em dólar.

Nesse sentido, uma breve análise dos dados referentes ao acúmulo de passivos externos por países emergentes demonstra que, a partir da ótica do endividamento externo, existem diferentes perfis de liquidez da moeda. Como evidenciado no Gráfico 2⁵⁵, desde 2013, os passivos externos de países emergentes aumentaram de modo expressivo. No entanto, o gráfico também demonstra que não há um perfil fixo de

⁵⁵ No Gráfico 2, utilizaram-se os últimos dados disponíveis para cada país, que variavam entre o primeiro e o segundo trimestre de 2018.

endividamento e acumulação de passivos entre os países em questão. Nota-se que em países como Turquia e Argentina, por exemplo, o estoque de compromissos externos aumentou mais do que a média de outros países emergentes, além de possuírem uma estrutura de passivos na qual a dívida de curto prazo ocupa maior proeminência.

Gráfico 2. Composição dos passivos externos de países emergentes seleccionados (% do PIB).



Fonte: FMI (2018a).

Em um contexto de alto endividamento em moedas externas, déficits constantes na conta corrente e alto nível de abertura financeira, a moeda doméstica de países emergentes deixa de ser um meio de liquidação contratual em momentos de incerteza, o que implica que os agentes precisarão adquirir moeda estrangeira para honrar seus compromissos financeiros. Dado que muitos países emergentes estão expostos a descasamentos monetários, o risco de que eles não consigam honrar compromissos passados em moeda estrangeira com fluxos de caixa novos é significativo, o que acaba criando uma dinâmica de pressão cambial sobre moedas de países emergentes em momentos de reversão do ciclo econômico. Desse modo, quanto maior o estoque de dívida

estrangeira – o “pecado original” –, mais expostos os agentes estão em relação às mudanças nas condições de financiamento na moeda internacional e menor o prêmio de liquidez da moeda “periférica” (KALTENBRUNNER, 2015; MINSKY, 1975).

Portanto, nota-se que o endividamento é um aspecto central na determinação da demanda por diferentes moedas. Para Kaltenbrunner (2015, p. 436, tradução nossa), “[...] mesmo que agentes econômicos não possam ser obrigados a deter ativos em determinadas moedas, eles podem ser forçados a assumir passivos nela”⁵⁶. Isso implica em duas conclusões importantes para a presente pesquisa: a primeira é que, para um país internacionalizar sua moeda, é necessário que sua moeda seja a divisa de denominação da dívida global. Como será abordado em seguida, o dólar continua sendo a moeda de denominação do crédito global, o que cria uma demanda perene pelo mesmo e intensifica a tendência ao *path-dependence* no SMI. Em segundo lugar, esse *framework* demonstra que, quando a maioria dos atores detém passivos em dólar, a demanda por moedas periféricas se dá a despeito dos “fundamentais” domésticos. Nesse sentido, as contribuições da teoria das hierarquias monetárias evidenciam que a integração financeira, mas principalmente a dependência global do dólar, cria uma dinâmica de instabilidade endógena ao próprio funcionamento do SMI contemporâneo. Os balanços de diferentes agentes que se financiam em mercados internacionais são conectados, o que acarreta que mudanças das condições de liquidez da moeda central afetam os preços dos ativos e tanto o estoque quanto o fluxo da dívida e a demanda por moedas periféricas (KALTENBRUNNER, 2015).

Por fim, nota-se que a teoria das hierarquias monetárias traz importantes contribuições teóricas para a presente pesquisa. No âmbito dos determinantes da internacionalização, há convergência com aquilo que foi exposto no primeiro capítulo. O tamanho de uma economia, sua integração à economia global, a liquidez dos seus mercados e seu poder geopolítico são fatores importantes no que toca à internacionalização monetária.

No entanto, a teoria das hierarquias monetárias complementa os pontos expostos anteriormente ao demonstrar que a demanda por moedas

⁵⁶ “[...] while economic agents cannot be forced to hold their assets in particular currencies, they can be forced to assume their liabilities in them”.

não precisa estar relacionada necessariamente a estes condicionantes, mas depende, em larga medida, das decisões de investimento de atores privados, os quais são influenciados de modo decisivo por percepções compartilhadas de risco entre seus pares. Em momentos de otimismo (*search for yield*), moedas e ativos periféricos ganham “espasmos” de liquidez, mas sua posição estrutural na pirâmide monetária é de uma de moeda de investimento.

Se de um lado as moedas de países emergentes são moedas de investimento, o dólar e outras moedas são moedas nas quais os diferentes atores de financiam. Como será abordado em maiores detalhes, o dólar liderou a expansão do crédito internacional no período pós-2008, além de oferecer uma gama de produtos e serviços que estão na gênese do *modus operandi* contemporâneo do sistema financeiro internacional. Não obstante, o dólar é a moeda mais líquida por ser capaz de atender a demanda precaucional e funcionar como *safe haven* em momentos de incerteza.

Nesse sentido, dadas as premissas expostas acima, a próxima seção busca explorar em maiores detalhes a configuração da pirâmide monetária contemporânea. Isto é, busca-se identificar quais moedas desempenham papéis internacionais na atualidade, com enfoque especial no período pós-2008, e como essas funções estão ligadas à distribuição de poder monetário.

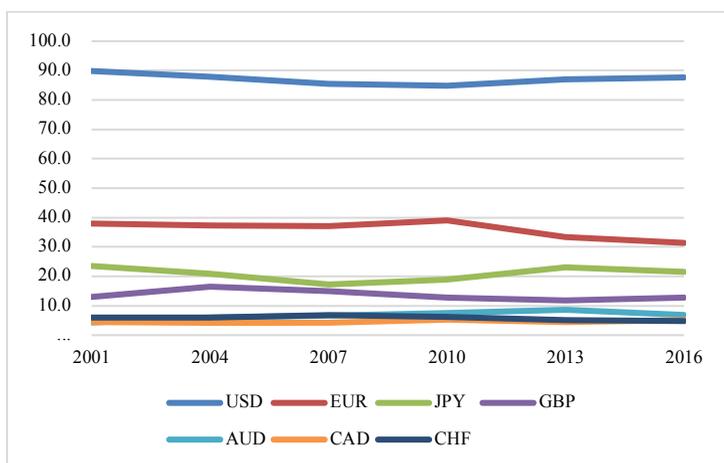
3.4 Pirâmide monetária contemporânea: a resiliência do dólar

O objetivo dessa seção é compreender quais moedas desempenham o papel de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor no âmbito internacional, com um recorte no período pós-2008. Como a diferenciação entre os diferentes papéis se confundem na prática, buscou-se adotar alguns índices que permitem uma compreensão ampla dos papéis que as moedas desempenham, sem adentrar nas especificidades de cada papel. Inicia-se com uma análise da demanda pela moeda em mercados cambiais globais, seguida de uma apreciação sobre o papel de moeda veicular, reserva de valor (com foco em especial no mercado de títulos da dívida) e unidade de conta da dívida global.

Uma primeira aproximação que permite verificar o papel das diferentes moedas é a sua utilização no giro diário dos mercados cambiais

globais⁵⁷. Como demonstra o Gráfico 3, o dólar ainda ocupa uma liderança incontestada com participação de 88% nos mercados cambiais globais de balcão (de um total de 200%), percentual 2% mais elevado do que em 2007. É possível também perceber que o euro perde participação, caindo de 39,0% do total de transações em 2010 para 31,4% em 2016. Essa tendência de relativa recuperação do dólar e de perda de espaço do euro é uma das características centrais do período pós-crise de 2008 e também se repete quando diferentes papéis das moedas são analisados.

Gráfico 3. Giro diário nos mercados cambiais globais de balcão, 2001–2016 (% do total).



Fonte: BIS (2018a). Elaboração própria.

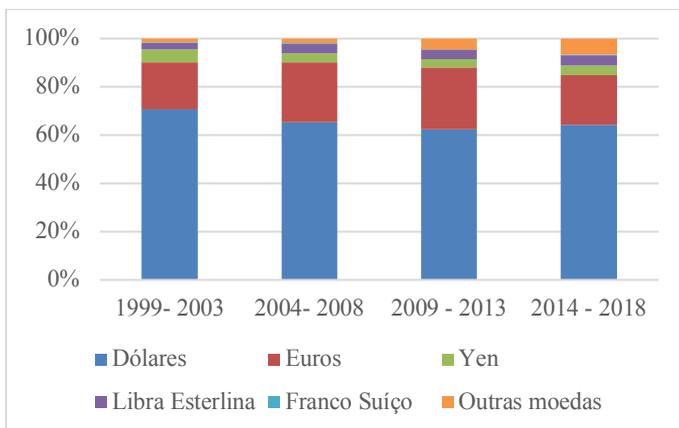
Não existem dados agregados da utilização da moeda para fins de comércio, mas algumas estimativas da utilização do dólar como moeda veicular indicam que aproximadamente 40% das importações e exportações globais são denominadas em dólar, além do fato de que a

⁵⁷ Mercados cambiais globais são os mercados de balcão nos quais moedas nacionais são transacionadas. Os principais participantes do mercado são bancos internacionais, bancos centrais, empresas de investimento e empresas comerciais que transacionam sempre pares de moedas, por isso as estatísticas sobre a utilização de moedas somam sempre 200%.

porcentagem de utilização do dólar para importações é 4,7 vezes maior do que as importações dos EUA do resto do mundo, ou seja, a utilização da moeda estadunidense supera de modo significativo o papel comercial que os EUA desempenha (GOPINATH, 2015). Não obstante, segundo dados do SWIFT (2018), o dólar era a principal moeda de pagamentos internacionais na rede de mensagens financeiras, representando 39,71% do total em outubro de 2018, seguido pelo euro (34,24%) e pela libra esterlina (7,28%). Nesse contexto, ressalta-se novamente as externalidades de rede que derivam dos diferentes papéis da moeda. Trabalhos empíricos recentes como o de Gopinath e Stein (2018) demonstram a complementariedade entre o papel veicular e o papel de reserva de valor do dólar dada a necessidade de serviços financeiros auxiliares em dólar para importadores e exportadores, o que, em linhas gerais, abaixa os custos de financiamento em dólar, aumentando, assim, a causalidade circular entre os diferentes papéis das moedas (CONTI; PRATES, 2018).

Um exemplo deste fenômeno é visível no papel de reserva de valor no âmbito oficial e privado. Como demonstrado no Gráfico 4, o dólar manteve sua proeminência como moeda que desempenha a função de reserva de valor para diferentes autoridades monetárias globais, representando em média 65,67% de todas as reservas internacionais no período entre 1999 e 2018, quase o triplo do segundo colocado, o euro, que representou uma média de 22,56% do total de reservas internacionais nesse mesmo período. Nota-se que, no período entre 1999 e 2013, a participação do euro no total de reservas cresceu de 19,5% (1999–2003) para 25,41% (2009–2013), tendência que foi revertida no período entre 2014 e 2018, quando a participação do euro volta a casa de 20,5% ao mesmo tempo que a porcentagem de “outras moedas” cresce (FMI, 2018b).

Gráfico 4. Composição das reservas internacionais oficiais, 1999–2018 (% do total).



Fonte: FMI (2018b). Elaboração própria.

Não existem dados específicos sobre os instrumentos de denominação das reservas internacionais de diferentes países, mas há certo consenso que uma parte significativa das reservas oficiais em dólar estão sob títulos e notas do tesouro estadunidense⁵⁸ (PRASAD, 2014). Em outubro de 2018, o governo dos EUA tinha um estoque de dívida de US\$ 21.720 trilhões (105% do PIB), sendo destes US\$ 15,357 trilhões disponíveis para negociação pelo público, número quase três vezes maior do que o estoque de títulos em 2008, que era de US\$ 5,78 trilhões (TREASURY, 2018a). Ou seja, a última década foi marcada por um aprofundamento e expansão do mercado frente as crescentes necessidades fiscais dos EUA. Nesse sentido, os dados disponibilizados pelo tesouro estadunidense sobre a propriedade dos títulos públicos dos EUA por estrangeiros – os quais detêm 40,5% de todos os títulos do tesouro americano – revelam alguns indícios importantes sobre quem financiou essa expansão e quais papéis esses instrumentos desempenham.

⁵⁸ É importante mencionar, no entanto, que as reservas não se limitam a títulos do tesouro. Títulos corporativos, de países emergentes, ações, títulos protegidos da inflação, outros títulos soberanos, dentre um leque amplo de produtos financeiros que podem ser utilizados. No entanto, poucos instrumentos conseguem atingir o mesmo *trade off* entre liquidez e segurança, como será argumentado em maiores detalhes a seguir.

Tabela 3. Principais proprietários internacionais dos títulos do tesouro dos EUA, anos selecionados (bilhões de US\$).

	2000	2003	2008	2013	2018				
Japão	21.7	Japão	31.1	China	27.4	China	270.1	China	184.9
China	0.3	China	59	Japão	25.2	Japão	186.4	Japão	084.1
Reino Unido	4.5	Reino Unido	7.9	Caribe Exp. Petróleo	05.3	Bélgica	00.6	Irlanda	24.3
Alemanha	0.1	Coreia	3.1	Reino Unido	87.2	Brasil	46.9	Brasil	65.3
Exp. Petróleo ⁵⁹	8.4	Taiwan	0.5	Reino Unido	33	Taiwan	83.7	Reino Unido	37.5
Hong Kong	7.9	Hong Kong	7.5	Brasil	36.1	Irlanda	16.9	Suíça	50.9
Caribe ⁶⁰	6.3	Alemanha	8.7	Rússia	08	Suíça	76.6	Luxemburgo	18.3
Taiwan	3.2	Caribe	0.8	Luxemburgo	4.2	Ilhas Cayman	54.8	Hong Kong	94.9

Fonte: Treasury (2018b). Elaboração própria.

Em primeiro lugar, pontua-se como a China aumenta exponencialmente sua participação no mercado de títulos do tesouro, passando de um estoque de títulos de US\$60.3 bilhões nos anos 2000 para um estoque de US\$ 1,184 trilhão em 2018. Nota-se, além do mais, a presença de outros países asiáticos como Japão, Taiwan e Coreia, os quais também adotaram estratégias de desenvolvimento voltadas para a exportação (*export-led growth*) e acumularam constantes superávits em conta corrente, o que permitiu o acúmulo de reservas substanciais em dólares. Outro fato que merece destaque é que os outros países que constam na Tabela 3 são, em sua maioria, paraísos fiscais (Luxemburgo e países caribenhos) ou centros financeiros globais, como Suíça, Reino

⁵⁹ Inclui Equador, Emirados Árabes Unidos, Venezuela, Argélia, Indonésia, Gabão, Barein, Líbia, Irã, Iraque, Kuwait, Omã, Qatar, Arábia Saudita e Nigéria. Essa categoria foi descontinuada após fevereiro de 2016.

⁶⁰ Essa categoria refere-se a “centros bancários” caribenhos como Bahamas, Bermuda, Ilhas Cayman e Panamá. A série foi descontinuada após fevereiro de 2016.

Unido e Hong Kong, o que demonstra que a propriedade final dos títulos não necessariamente condiz com os dados consolidados.

No entanto, aqui cabe fazer a mesma pergunta que Keynes (2013 [1936], p. 168, tradução nossa) realizou oito décadas atrás: “por que alguém preferiria deter sua riqueza na forma de ativos que rendem pouco – ou nenhum – juros?”⁶¹. Existem duas explicações na literatura. A primeira, e a que se adota na presente pesquisa, é que a acumulação de reservas no formato de títulos estadunidenses se dá como estratégia de proteção contra saídas abruptas de capital e como mecanismo para garantir a estabilidade em sentido amplo. Uma segunda explicação é que a acumulação de reservas teria um caráter “mercantilista” e teria como finalidade garantir a manutenção de taxas de câmbio competitivas (OCAMPO, 2017).

Na prática, os títulos estadunidenses desempenham diversos papéis importantes para autoridades monetárias. Como instrumentos de reserva de valor no âmbito público, os títulos estadunidenses funcionam como ferramenta de intervenção em mercados cambiais, como proteção contra saídas de capitais ou como uma forma de colateral que garante acesso aos mercados privados de crédito internacionais (COHEN, 2015). No entanto, o acúmulo de instrumentos como os *treasuries* não é um processo ausente de contradições.

Para a China, por exemplo, deter uma quantidade elevada de títulos carrega uma série de dificuldades, tanto porque a remuneração destes tende a ser baixa e os custos de esterilização elevados, o que implica uma perda real associada a um custo de oportunidade de investir em ativos com retornos mais atraentes, e também porque a flutuação na taxa de câmbio do dólar impacta diretamente nos preços dos títulos (PRASAD, 2016). De acordo com Helleiner (2014), por exemplo, a cada desvalorização de 10% do dólar, a China perdia aproximadamente 3% do seu PIB somente em decorrência da desvalorização de seus ativos em dólar.

Não obstante, para as autoridades públicas chinesas, o acúmulo de reservas em dólar não concede um instrumento de pressão política e econômica que garanta autonomia monetária de modo imediato. Um exemplo atual ilustra esse ponto. Em linhas gerais, os países que mais

⁶¹ “[...] *why should anyone prefer to hold his wealth in a form which yields little or no interest?*”.

acumulam reservas – principalmente os países do leste asiático – detêm superávits comerciais com os EUA em decorrência da sua competitividade industrial a qual, segundo a interpretação da administração presidencial estadunidense atual, impacta negativamente a criação de empregos nos EUA. A imposição de tarifas comerciais por parte dos EUA em US\$ 200 bilhões de produtos chineses visaria “corrigir” essas distorções através da pressão para apreciação do RMB, assim como os EUA também exerceram pressão em países superavitários em outros momentos históricos, ainda que através de outros mecanismos (ex: Acordo de Plaza).

O ajuste pode se dar ou por uma apreciação do renminbi frente ao dólar estadunidense e uma consequente deflação na China, ou através de uma maior inflação doméstica nos EUA para depreciar o dólar e aumentar a competitividade das exportações do país. No entanto, uma apreciação do renminbi tem duas consequências importantes: dado o elevado número de ativos em dólar – como demonstrado acima –, há um efeito de “riqueza” negativo, pois uma depreciação do dólar leva a uma queda do valor real dos ativos denominados nessa moeda, o que desestimula os gastos domésticos dentro da China. Não obstante, uma apreciação do renminbi tende a diminuir o investimento doméstico dada a forte dependência do setor exportador no país, o que implica que as importações dos produtos dos EUA também diminuam (MCKINNON, 2009). Portanto, a imposição de sanções tende a mostrar resultados dúbios, o que fica evidente frente ao fato de que o déficit comercial dos EUA em relação à China *aumentou* de um déficit de US\$ 35,952 bilhões em janeiro de 2018 para um déficit de US\$ 43,102 bilhões em outubro (CENSUS, 2018).

Do ponto de vista monetário, a China tem poucas alternativas de responder à altura as ações hostis por parte de Washington. Nas palavras de Prasad (2014), essa é a armadilha do dólar no qual a China, mas também outros países que acumularam estoques de títulos públicos dos EUA, se encontram. Caso as autoridades monetárias de países emergentes queiram diminuir de modo significativo a quantidade de títulos públicos dos EUA em sua carteira, o valor dos títulos poderia despencar, causar perdas elevadas e ainda haveria a necessidade de deter outros ativos que desempenhassem a função de *safe haven*. Para a China, por exemplo, comprar títulos japoneses seria politicamente inviável e os mercados de capitais europeus não são profundos e líquidos o suficiente para suportar uma demanda da magnitude requerida. Além do mais, como será discutido abaixo, os títulos desempenham um importante papel para agentes privados e não existem substitutos, pelo menos no contexto atual,

que possam desempenhar funções iguais aos títulos do tesouro dos EUA (COHEN, 2015).

Os títulos públicos estadunidenses – e, por consequência, o dólar – desempenham um papel importante não só como instrumento de reserva de valor público, mas também como instrumento de reserva de valor no âmbito privado. Bancos, fundos de investimento, fundos de pensão e outros *players* do sistema financeiro global detêm títulos públicos para uma série de funções. Para *Wall Street*, os *treasuries* são muito importantes por servirem de colateral nos mercados de operações compromissadas, como instrumentos de *hedge* de juros ou de especulação em mercados futuros em relação à direção da curva de juros. Não obstante, os juros dos títulos públicos são utilizados como *benchmark* para outros produtos e instrumentos, além de serem utilizados como reserva por bancos e outras instituições de acordo com as demandas de agências regulatórias. Para fundos de pensão, os *treasuries* são utilizados para equilibrar seus ativos de longo prazo e os passivos de curto prazo como instrumentos de alta liquidez que garantem acesso rápido à moeda (STIGUM; CRESCENZI, 2007). Logo, em um contexto no qual o setor financeiro se torna mais complexo, com um número cada vez maior de participantes com estratégias e objetivos diversos, a demanda por ativos que atendam a demanda precaucional por liquidez e segurança assumem grande importância (GORTON, 2016).

Em um nível teórico, os títulos estadunidenses desempenham o papel daquilo que a literatura chama de “ativos seguros” (*safe assets*), isto é, ativos que desempenham o papel de reserva de valor tanto em momentos de euforia quanto em momentos de incerteza. Assim como o dólar ocupa o topo da pirâmide monetária internacional, são os ativos seguros que ocupam o topo da pirâmide de “financeira”, desempenhando tanto um papel precaucional – de reserva de valor – mas também especulativo, em decorrência da sua elevada liquidez e capacidade de serem transformados em moeda sem custos de transação e sem perdas de capital (GABOR; VESTERGAARD, 2018).

Por mais que ativos seguros sejam importantes para agentes privados, em linhas gerais, agentes privados que se mostraram incapazes de oferecer ativos seguros em momentos de incerteza, em linha com as considerações feitas anteriormente sobre a pirâmide monetária. Títulos públicos, no entanto, são mais seguros porque os pagamentos de seus juros advêm da receita fiscal do Estado, a qual tende a ser mais estável do

que a receita de instituições privadas. Não obstante, há o papel implícito de prestador de última instância do banco central, que dá aos títulos públicos, e em especial aos *treasuries*, um grau previsibilidade e segurança elevados (KALTENBRUNNER; LYSANDROU, 2017).

Parte significativa da literatura reconhece a importância dos títulos da dívida pública como sendo uma das bases da manutenção do regime dólar flexível, mas, ao mesmo tempo, como uma das suas potenciais vulnerabilidades dado o acúmulo de dívidas por parte dos EUA (COHEN, 2015). Ao mesmo tempo que uma acumulação excessiva de dívida compromete a sustentabilidade de mesma no longo prazo, é também verdade que os títulos da dívida americana não são demandados propriamente como dívida, mas como um instrumento financeiro que desempenha a gama de funções descritas acima (KALTENBRUNNER; LYSANDROU, 2017).

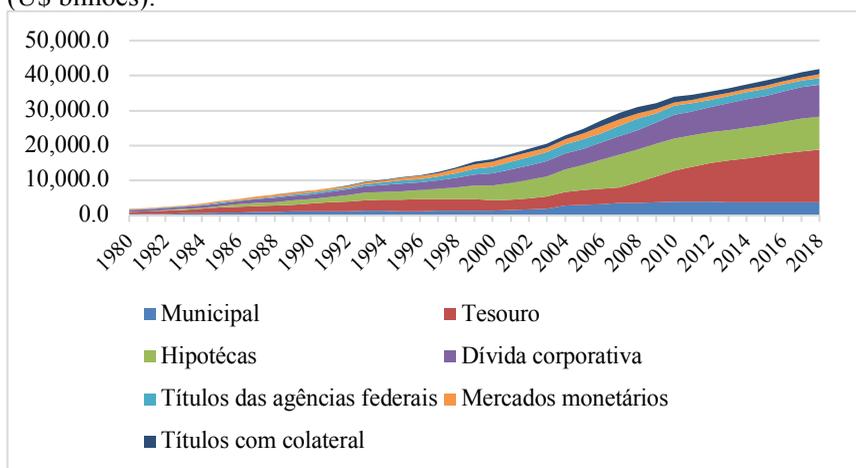
Logo, não há, pelo menos *a priori*, motivos pelos quais a acumulação de dívida por parte dos EUA não pudesse se perpetuar em um horizonte de tempo relativamente longo sem que o dólar perdesse sua importância como reserva de valor no âmbito global (SERRANO, 2004). O poder de postergar os custos de ajustamento não parece ser limitado pelo acúmulo de passivos por parte dos EUA, porque esses instrumentos financeiros estão na gênese do *modus operandi* do sistema financeiro internacional contemporâneo. Como exposto anteriormente, a taxa de crescimento do estoque da dívida estadunidense pós-2008 foi exponencial e mesmo assim não houve falta de demanda internacional para os *treasuries*, nem mesmo com a eleição de Donald J. Trump e sua política fiscal expansionista, que deve ampliar ainda mais a trajetória de longo prazo de aumento do déficit fiscal. Não obstante, de acordo com Serrano (2004, p. 35),

[...] devia ser evidente que o governo americano não vai ficar sem dinheiro para pagar sua dívida interna, se algum dia ela chegar a este misterioso nível que seria “inaceitável” [...] Na realidade, um déficit público elevado somente gera a uma dívida pública crescente e sem limite em relação ao produto se a taxa de juros que incide sobre o passivo do setor público for maior que a taxa de crescimento da economia. Não apenas tal condição não tem ocorrido, como também nesses últimos anos não há motivo para achar que o governo americano, que tem um grau de liberdade maior do

que qualquer outro país do mundo para determinar unilateralmente suas taxas de juros, vá permitir que tal condição ocorra por períodos prolongados. Mas mesmo se essa situação crítica viesse a ocorrer isto não levaria a esta ilógica “insolvência do governo”; embora certamente implicaria em crescentes transferências de rendas do governo para os detentores dos títulos públicos.

Nota-se que os títulos públicos dos EUA são a parte mais importante, mas não a única, do mercado de títulos que compõe o mercado estadunidense. Como evidenciado no Gráfico 5, este mercado possui um estoque de títulos na ordem de US\$ 41,884 trilhões em 2018, o que equivale a 202,7% do PIB estadunidense. Os títulos do tesouro representam o maior estoque de títulos do mercado, com 35,7% do total em 2018, mas títulos hipotecários (22,6%) e de dívida corporativa (21,6%) também representam fatias importantes do mercado de títulos dos EUA.

Gráfico 5. Estoque de dívida no mercado de títulos dos EUA, 1980–2018 (US\$ bilhões).



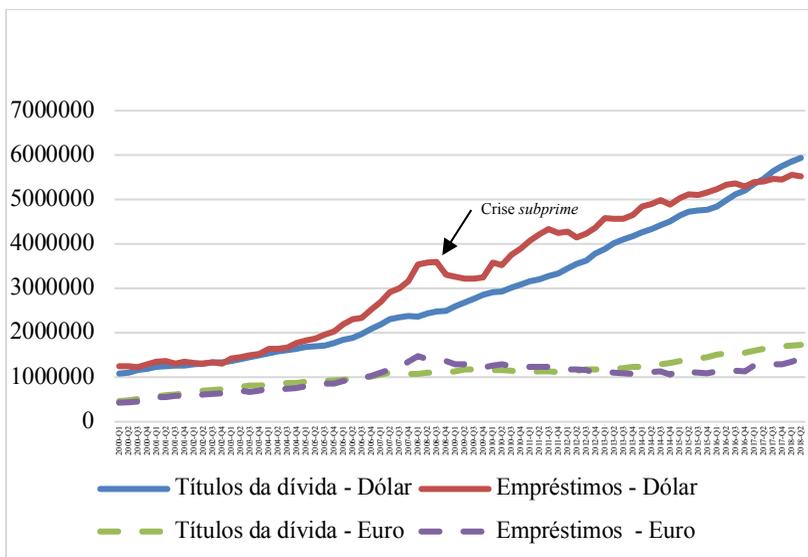
Fonte: SIFMA (2018)⁶². Elaboração própria.

⁶² Títulos com colateral (*asset-backed*) referem-se a empréstimos com colateral e incluem empréstimos estudantis, para consumo, de cartão de crédito, dentre

O funcionamento do mercado de títulos públicos e privados dos EUA é relevante para a compreensão de um dos fenômenos definidores no que tange a manutenção do dólar no período pós- crise de 2008: o aumento da importância dos títulos da dívida como mecanismo de endividamento internacional em comparação aos empréstimos bancários. Tal mudança fica evidente no Gráfico 6, que indica a quantidade de crédito internacional (empréstimos e títulos da dívida) concedidos no período entre 2000 e 2018 por moeda e instrumento. Por crédito internacional, entende-se todos os empréstimos para não residentes e empréstimos domésticos denominados em uma moeda estrangeira, somados aos títulos da dívida internacionais emitidos por entes não bancários em um mercado que não é o mercado de residência do emissor. Essa métrica não consegue capturar todo o crédito internacional por ignorar o uso de derivativos e outros instrumentos como *swaps* cambiais, além de ignorar o fato de que muitos títulos são de propriedade de bancos e portanto representam crédito bancário, mas, mesmo assim, consegue dar uma ideia ampla de como se estrutura o crédito internacional (BIS, 2018a).

Gráfico 6. Crédito internacional para o setor não bancário por moeda e instrumento, 2000–2018 (bilhões).

outros. Os mercados monetários incluem *comercial papers*, aceites bancários e depósitos à vista. Hipotecas são os diversos produtos lastreados em hipotecas (GMA, FNMA, FHLMC). Dívida corporativa inclui títulos da dívida, debêntures, notas, dívida de longo prazo, dentre outros. Os títulos das agências federais incluem dívida da Fannie Mae, Freddie Mac e outras agências federais. Títulos municipais se refere a dívidas emitidas por agências municipais dos EUA (SIFMA, 2018).



Fonte: BIS (2018b). Elaboração própria.

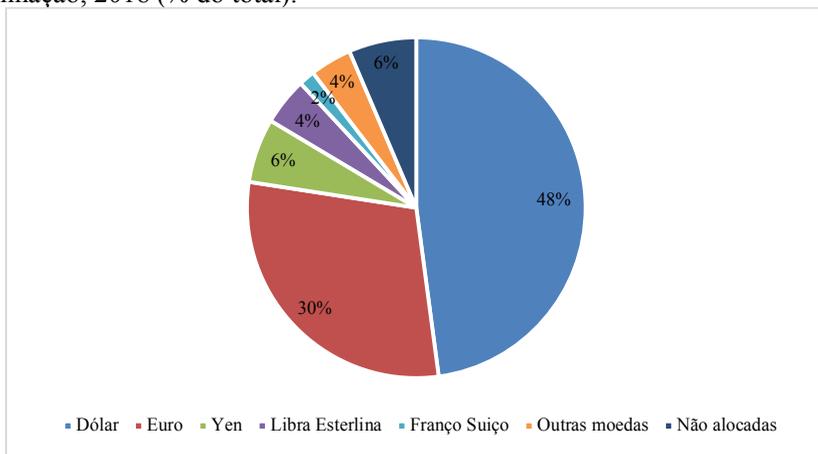
Uma primeira tendência importante que o Gráfico 6 denota é que, no começo de 2017, é possível notar que os títulos em dólar já ultrapassam o crédito bancário em dólar, o que demonstra a importância dos primeiros como ferramenta de endividamento internacional. No entanto, ainda mais chamativo no gráfico é o fato de que se cria uma significativa divergência entre o dólar e o euro a partir de 2008. Até a crise *subprime*, nota-se que ambas as moedas seguiam uma trajetória ascendente, mas a partir de então a expansão dos empréstimos em euro cresce a uma taxa anual média de somente 1%, enquanto a expansão dos títulos da dívida em euro se dá a uma taxa média de 6% ano. Por outro lado, o crescimento dos empréstimos em dólar aumenta em média 8% ao ano, enquanto a expansão dos títulos da dívida em dólar cresce a uma taxa média de 14% ao ano entre 2009 e 2018.

A despeito da crescente importância do mercado de títulos, é importante notar que os bancos internacionais continuam a utilizar o dólar em larga escala. Como evidenciado nos gráficos 7 e 8, no segundo trimestre de 2018, 47,9% dos ativos e 49,7% dos passivos dos bancos internacionais eram denominados em moeda estadunidense. Novamente aqui é possível notar um *link* entre as funções da moeda. Como visto

anteriormente, bancos centrais acumulam aproximadamente 65% das suas reservas em dólar porque uma das suas principais funções é agir como prestador de última instância em momentos de congelamento da liquidez nos mercados financeiros. Dado que bancos internacionais tem aproximadamente metade dos seus balanços denominados em dólar, é possível assumir que a escolha de instrumentos de reserva de valor por parte das autoridades monetárias esteja ligada à exposição dos bancos às moedas estrangeiras. Nas palavras de Gopinath e Stein (2018, p. 6, tradução nossa), “o *mix* de ativos do banco central é, até certo ponto, um espelho da estrutura de passivos dos bancos comerciais”⁶³.

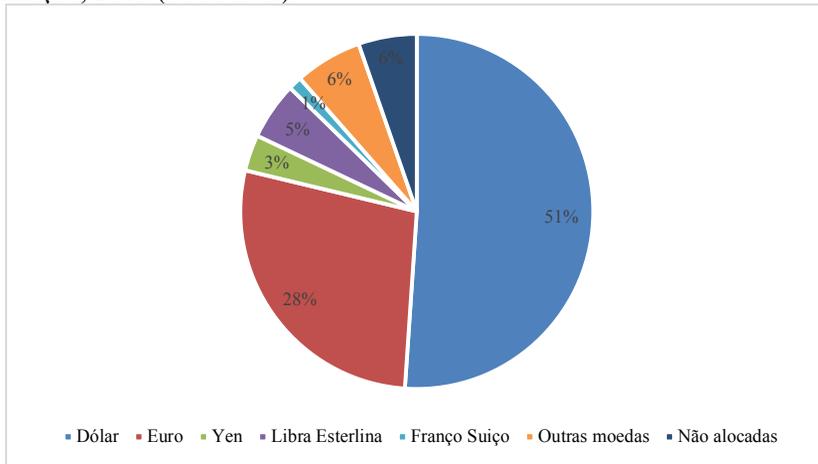
⁶³ “ [...] *the central bank’s asset mix is to some extent a mirror of the commercial banks’ liability structure*”.

Gráfico 7. Ativos de bancos internacionais por moeda de denominação, 2018 (% do total).



Fonte: BIS (2018a). Elaboração própria.

Gráfico 8. Passivos de bancos internacionais por moeda de denominação, 2018 (% do total).



Fonte: BIS (2018a). Elaboração própria.

Em suma, nota-se que o dólar se manteve como moeda central do sistema monetário internacional no período analisado. A presente análise demonstrou que os EUA continuam a fornecer a economia global com os ativos mais seguros e líquidos do SMI, os quais desempenham funções importantes tanto do ponto de vista de atores privados quanto públicos. Não obstante, a expansão do mercado de títulos da dívida é um dos elementos definidores do período pós-2008, principalmente no que tange a crescente importância do dólar na denominação do crédito internacional. Por fim, percebe-se que o dólar manteve sua liderança, sem grandes mudanças, como moeda veicular e de denominação da riqueza global.

3.5 Poder monetário

Como abordado no primeiro capítulo, o controle sobre o crédito global é politicamente muito importante e os dados demonstram que o dólar ainda é a moeda preferencial dos mercados financeiros globais (STRANGE, 1988). Cohen (2010), ao analisar como cada papel da moeda concede poder monetário ao Estado emissor, argumenta que, no âmbito privado, o papel de reserva de valor em mercados financeiros, mas também para autoridades monetárias, é o mais importante. Dado esse contexto, interpreta-se principalmente o dólar a partir das lentes do seu papel nas finanças globais e como isto lhe concede poder monetário. Em termos políticos, defende-se que o potencial de influência por parte de autoridades públicas é maior não na criação direta de crédito em condições normais de funcionamento do mercado⁶⁴, mas na infraestrutura subjacente ao funcionamento dos mercados privados globais e na concessão de crédito emergencial em momentos de aumento da preferência pela liquidez.

Portanto, o potencial de influência política que deriva do papel do dólar como reserva de valor e unidade de conta da dívida global deriva principalmente, mas não de modo exclusivo, de dois elementos, como brevemente mencionado no primeiro capítulo: o controle sobre a estrutura do sistema de pagamentos, notadamente o Fedwire, o CHIPS e o CLS, os

⁶⁴ Como argumenta Cohen (2010), os papéis de reserva de valor no âmbito privado aumentam o poder de autonomia dos Estados, mas não necessariamente de influência relacional porque as decisões sobre deter uma moeda ocorrem principalmente no âmbito privado e são de difícil manipulação. No entanto, o papel do FED na crise de 2008 e o controle sobre a infraestrutura financeira são elementos que podem ser interpretados como influência ativa.

quais são responsáveis por dar operacionalidade às transações financeiras denominadas em dólar e, em segundo lugar, o papel de prestador de última instância por parte do FED em momentos de crise de liquidez (FAUDOT, 2018; HELLEINER, 2014; TOOZE, 2018; MCDOWELL, 2012).

3.5.1 *O controle sobre as infraestruturas financeiras globais*

Nota-se que esse é um aspecto frequentemente negligenciado dentro de abordagens de economia política internacional. Isto é, bancos estendem crédito para agentes em diferentes países em diversas moedas, mas, para que isso ocorra, é necessário que os mesmos estejam integrados em sistemas de pagamentos, liquidação e compensação multilaterais. De acordo com a análise de Faudot (2018, p. 86, tradução nossa), “a internacionalização de uma moeda depende da internacionalização bancária, mas a mesma não pode ser contemplada sem uma infraestrutura de pagamentos que apoie o circuito monetário em diferentes períodos”⁶⁵. Nesse sentido, o CHIPS, o Fedwire e o CLS são todos parte de uma infraestrutura internacional de pagamentos que garante a instituições participantes acesso ao dólar e a outras instituições globais ativas nos mercados financeiros.

Faudot (2018) demonstra como instituições como o BNP Paribas, acusados de prestar serviços financeiros para Estados como Cuba, Irã e Sudão, sofreram multas e foram ameaçados de serem excluídos do sistema de pagamentos estadunidense por não respeitar a legislação do *Office of Foreign Assets Control* (OFAC), órgão da administração do governo americano responsável pelas sanções econômicas e financeiras. Como explicado por Carter e Farha (2013), o OFAC não monitora em tempo real as transações, mas impõe que as instituições financeiras que estão sob a jurisdição dos EUA devam respeitar as sanções.

Um exemplo recente no qual o impacto das sanções financeiras foi significativo é o da Rússia, em 2014, logo após a anexação da Crimeia. Empresas estatais nos setores bancários, de energia e de defesa sofreram

⁶⁵ “[...] *the internationalization of a currency relies on bank internationalization, but cannot be contemplated without a payment infrastructure which supports the circuit of the money through different periods*”.

restrições em relação ao acesso aos mercados ocidentais e não puderam emitir dívidas ou completar transações financeiras com parceiros internacionais. Ao mesmo tempo, cartões de crédito russos deixaram de ser aceitos internacionalmente porque os pagamentos efetuados neles não eram mais processados pelos sistemas de pagamentos ocidentais (PRASAD, 2016). De modo análogo, a Venezuela também foi alvo de uma série de sanções no âmbito financeiro, sendo que, em agosto de 2017, o governo venezuelano foi proibido de utilizar o sistema financeiro estadunidense, seja para emitir dívida, contrair empréstimos ou repatriar lucros de empresas venezuelanas. Em maio de 2018, Trump assinou a ordem executiva de proibir qualquer transação relacionada à compra de dívida venezuelana e, em novembro de 2018, um *Framework* mais rígido de congelamento de ativos foi implementado, o qual mira atingir pessoas ligadas àquelas que já sofreram sanções (SULLIVAN, 2019).

3.5.2 FED: O banco central global

Se a capacidade de influência sobre a infraestrutura financeira é um importante instrumento do *statecraft* estadunidense que deriva do papel de reserva de valor e unidade de conta do dólar, ainda mais relevante para o poder monetário dos EUA foi o estabelecimento de mecanismos de recuperação da liquidez de dólares frente à crise de 2008. Para Tooze (2018, p. 454, tradução nossa), a reação internacional do FED em relação à crise “transformou aquilo que nós imaginávamos ser a relação entre sistemas financeiros e moedas nacionais”⁶⁷. No entanto, antes de explorar os mecanismos utilizados pelo banco central americano para lidar com uma crise que estava diretamente relacionada com a manutenção do dólar como moeda central dos mercados financeiros globais, é importante reconstituir brevemente mudanças no funcionamento dos mercados globais que explicam a crise *subprime*.

A crise de 2008 foi uma crise que demonstrou a importância da liquidez para o funcionamento de mercados financeiros modernos. Neste sentido, dedicar alguns parágrafos para explicar a atuação do mercado de eurodólares e dos mercados monetários é fundamental para a compreensão do papel do dólar nos sistemas financeiros contemporâneos.

⁶⁷ “It transformed what we imagine to be the relationship between financial systems and national currencies”.

Em relação ao primeiro, Guttman (2016) defende que o mercado de eurodólares não é propriamente um mercado, mas uma rede de bancos transnacionais privados, com seu próprio sistema de pagamentos e que são, em teoria, independentes da regulação direta dos bancos centrais. Nele, bancos globais intermediam fundos no mercado interbancário que dá origem a LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), além de negociar uma multiplicidade de ativos e produtos financeiros com outros atores. De acordo com cálculos de Nersisyan e Dantas (2017), no fim de 2015, havia um estoque de U\$ 4,75 trilhões de eurodólares. É nesse contexto que os principais bancos globais captam recursos, empresas multinacionais emitem dívida e investidores e especuladores negociam diferentes ativos.

Paralelamente, os mercados monetários (*money markets*) assumiram significativa importância para o sistema financeiro global contemporâneo. Neles, instrumentos financeiros de curto prazo como notas promissórias (*commercial papers*), certificados de depósitos, aceites bancários, operações compromissadas e fundos federais são negociados por operadores financeiros em operações no mercado de balcão. A emergência de tais produtos mudou a maneira que os bancos operam. Antes da emergência dos mercados monetários, os bancos dependiam sobremaneira dos depósitos à vista realizados por clientes, o que limitava a capacidade de expansão dos bancos e os forçava a adotar estratégias relativamente conservadoras (GUTTMANN, 2016).

A emergência de uma gama de produtos de curto prazo permitiu aos bancos comerciais e de investimento maiores oportunidades de captação e, por conseguinte, a adoção de estratégias mais arrojadas de expansão de crédito e investimentos. De acordo com estimativas do BIS, só os bancos europeus tinham financiado U\$ 1 trilhão junto aos fundos do mercado monetário estadunidense, além de ter empréstimos de U\$ 432 bilhões do mercado interbancário, U\$ 315 bilhões nos mercados de swaps cambiais e U\$ 386 bilhões de financiamento de curto prazo junto às autoridades monetárias no período anterior ao estouro da crise *subprime* (MCGUIRE; VON PETER, 2009).

É importante notar que nesse período os bancos deixam de ser atores que somente intermediam recursos e passam eles mesmos a originar e operar diferentes produtos financeiros naquilo que ficou conhecido como um modelo de banco “universal”, ou seja, que desempenha função de *market maker* antes dividida entre diversas

instituições. Associadas, tais mudanças também implicavam em novos riscos, como o aumento do risco de maturação (quando ativos de longo prazo são financiados com passivos de curto prazo), risco de juros (quando as taxas de financiamento de curto prazo são descoladas das taxas de longo prazo) e risco de liquidez (quando o risco de acesso aos mercados não é garantido) (GUTTMANN, 2016).

Por motivos de espaço, não cabe aqui reconstituir os diversos elementos que caracterizam a crise de 2008, mas busca-se chamar a atenção para o fato de que a capacidade das autoridades estadunidenses de agir como prestador de última instância no âmbito doméstico e internacional foi central para a manutenção do padrão dólar flexível quando os riscos das mudanças descritas acima se tornaram aparentes. No ápice da crise em 2008, tanto os mercados monetários estadunidenses quanto o mercado interbancário de eurodólares sofreram crises e assim bancos e outras instituições financeiras se viram sem a fonte de financiamento necessária para equilibrar seus balanços (GUTTMANN, 2016).

Uma possível fonte de fundos em dólar para conceder liquidez de emergência frente às crises nos mercados monetários e interbancários seria o FMI, no entanto, a instituição simplesmente não detinha o poder financeiro para lidar com uma crise na ordem de trilhões de dólares. Esse episódio demonstra que, em um contexto de finanças globalizadas, o FMI apresenta sérias limitações como prestador de última instância e que sua relevância deve ser posta em perspectiva frente as demandas crescentemente complexas dos mercados financeiros contemporâneos (MCDOWELL, 2017). As reservas cambiais dos países afetados também eram insuficientes e, caso utilizadas, arriscavam aumentar ainda mais a incerteza dos agentes de mercado em relação à capacidade dos Estados de atuarem como prestadores de última instância, principalmente aqueles que não haviam reservas internacionais elevadas, como era o caso dos países europeus (TOOZE, 2018).

Cabe ao banco central estadunidense, o FED, atuar como prestador de última instância. Um primeiro instrumento utilizado pelo FED para recuperar a liquidez global foi dar acesso aos bancos estadunidenses e estrangeiros aos empréstimos de assistência à liquidez, a *discount window* do *Federal Reserve*. No entanto, muitas instituições ficaram receosas de utilizar o programa com medo de o mercado interpretar tal movimento como sinal de fraqueza. Portanto, o FED criou outros programas com o intuito de recuperar a liquidez perdida dos

mercados interbancários, como o *Term Auction Facility* (TAF)⁶⁷ e o *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF)⁶⁸, os quais permitiam aos bancos acesso a fundos com colaterais de múltiplas origens que já não eram mais aceites nos mercados. Não obstante, para aumentar o número de títulos que poderiam ser utilizados como colaterais, o *Federal Reserve* criou o programa *Term Securities Lending Facility* (TSLF), que emprestava títulos do tesouro em operações compromissadas em troca de outros títulos privados, como as MBS. Do total de colateral emprestado pelo TAF, aproximadamente 50% foi para bancos estrangeiros, enquanto do total de empréstimos do TSLF, 51% foi destinado a bancos não americanos (TOOZE, 2018).

Quando o mercado de *comercial papers* estava prestes a colapsar, o FED não só emprestou fundos para bancos como estabeleceu seu próprio programa de compra dos papéis, emprestando um total de US\$ 737 bilhões. O principal tomador foi o banco suíço UBS, que absorveu 10% de todos os fundos do programa (TOOZE, 2018). Após a relativa estabilização dos mercados, mas principalmente a partir de 2009, o FED começa então seu programa de *Quantitative Easing* (QE), que consiste na compra de títulos que iria expandir seu balanço de forma exponencial nos anos seguintes. Novamente, é importante frisar que bancos estrangeiros participaram ativamente no programa. Ou seja, nota-se que a crise *subprime* borrou as fronteiras entre o papel do mercado e do banco central, mas também as fronteiras entre instituições nacionais e internacionais que podiam contar com o apoio do FED como emprestador de última instância (MCDOWELL, 2017).

⁶⁷ O programa consistiu em leilões nos quais empréstimos de 28 dias e 84 dias eram leiloados entre instituições depositárias que faziam ofertas especificando a quantidade de reservas necessárias e os juros que a instituição estava disposta a pagar por eles. O programa durou de 2007 até 2010 e foi fundamental para recuperar a liquidez das instituições financeiras atingidas pela crise *subprime* (TOOZE, 2018).

⁶⁸ O programa foi estabelecido em resposta ao congelamento do mercado de operações compromissadas, mais especificamente os *triparty repurchase agreements*. O PDCF funcionou como um programa de empréstimos *overnight* para os operadores do mercado primário, recuperando a liquidez e melhorando as condições dos mercados financeiros como um todo. O programa durou de 2008 a 2010.

De todas diferentes iniciativas, no entanto, aquela que recebeu mais atenção dos cientistas políticos e economistas políticos foi o estabelecimento das linhas de *swap* (HELLEINER, 2014; PRASAD, 2014; MEHRLING, 2015; MCDOWELL, 2012; MCDOWELL, 2017). Por mais que o estabelecimento de linhas de *swap* não fosse uma inovação, dado que elas já haviam sido postas em prática nos anos 1960 e 1970, a escala, os motivos e a resposta do FED frente à crise de *subprime* foram inéditos em diversos sentidos e demonstram diversas tendências importantes do ponto de vista da arquitetura monetária internacional (HELLEINER, 2014). Portanto, dada a importância das linhas de *swap* no que toca a manutenção do regime dólar flexível, uma breve discussão é realizada acerca da sua configuração.

De modo resumido, as linhas de *swap* consistem em acordos entre o FED e os bancos centrais de outros países de disponibilizar uma determinada quantia de dólares em troca de uma quantia da moeda doméstica com a promessa de reversão da operação em uma data definida sob uma taxa de câmbio predeterminada. Em outras palavras, as linhas de *swap* foram linhas de crédito emergencial em dólar para países que tinham sistemas financeiros domésticos dependentes de financiamento de curto prazo de dólares e que, frente ao congelamento do mercado interbancário e do mercado monetário na crise, se encontraram sem mecanismos de acesso à moeda estadunidense (HELLEINER, 2014).

Em dezembro de 2007, duas linhas de *swap* foram criadas entre o Banco Central Europeu (ECB) e o Banco Nacional Suíço (BNS), os quais, ao final de 2008, totalizavam US\$ 240 bilhões para o primeiro e US\$ 60 bilhões para o segundo. Em setembro, acordos também foram estabelecidos com o Banco da Inglaterra – US\$ 40 bilhões – e também com o Banco do Japão – US\$ 60 bilhões. Em outubro novas linhas foram estabelecidas com o Brasil, México, Coreia do Sul, Singapura, Dinamarca, Noruega, Suécia, Austrália, Nova Zelândia e Canadá (HELLEINER, 2014). Ao todo, 14 bancos centrais estabeleceram linhas de *swap* bilaterais com o FED entre 2007 e 2010, sendo que no auge da crise as linhas somavam US\$ 600 bilhões (PRASAD, 2014).

Os diferentes programas de oferta de liquidez de emergência e estabelecimento de linhas de *swap* foram essenciais para garantir a todos os diferentes atores do sistema financeiro global que, em momentos de crise do dólar, haveria um agente disposto a frear o pânico: o FED. Esse é um ponto muito importante na explicação da manutenção do dólar como moeda que ocupa o topo da hierarquia monetária. Em momentos de ausência de liquidez *privada* nos mercados, o banco central estadunidense

garantiu liquidez *oficial* dada sua capacidade única de disponibilizar dólares para mercados de curto prazo que estavam efetivamente prestes a ruir. Tooze (2018, p. 489, tradução nossa) resume a importância da atuação do FED em 2008:

No início do século XXI, o domínio do dólar não se baseava no Acordo de Bretton Woods de 1944 ou nas instituições, como o FMI, que dele emanavam. A fundação do dólar global foi a rede de bancos privados e o mercado financeiro, materializada no nexo Wall Street – City londrina. Esta foi uma co-criação de finanças americanas e europeias, erguidas deliberadamente para além do controle estatal. O que aconteceu no outono de 2008 não foi a relativização do dólar, mas o contrário, uma reafirmação dramática do papel central do banco central americano. Longe de desaparecer, a resposta do Fed deu uma dimensão inteiramente nova ao dólar global⁶⁹.

A capacidade dos EUA de ser fonte do crédito global e de atuar como emprestadores de última instância cria um potencial de influência significativo. Portanto, cabe questionar se todo o aparato que foi construído para salvar as finanças globais em 2008 respondia às demandas do Estado americano e dos seus interesses soberanos de longo prazo, ou simplesmente aos interesses de classe que faziam e ainda fazem parte do *establishment* que domina os círculos que definem a política monetária estadunidense? Como mencionado no primeiro capítulo, uma das microfundações da liderança monetária internacional é possuir uma configuração institucional doméstica que favoreça os interesses dos

⁶⁹ “By the early twenty-first century, the dollar’s dominance did not rest on the Bretton Woods Agreement of 1944 or the institutions, like the IMF, that issued from it. The foundation of the global dollar was the private banking and financial market network, materialized in the Wall Street–City of London nexus. This was a cocreation of American and European finance, deliberately erected beyond state control. What happened in the fall of 2008 was not the relativization of the dollar, but the reverse, a dramatic reassertion of the pivotal role of America’s central bank. Far from withering away, the Fed’s response gave an entirely new dimension to the global dollar”.

credores e das finanças, e talvez em nenhum outro país as linhas que separam os altos círculos das finanças dos círculos de política econômica sejam tão tênues (HAEMING et al., 2018).

Logo, autores como Tooze (2018) e McDowell (2012) defendem que a resposta a crise de 2008 não faz parte de uma grande estratégia de liderança monetária por parte dos EUA, mas é uma resposta defensiva às demandas imediatas que surgiram e que ameaçavam a própria sobrevivência dos bancos e agentes financeiros que haviam adotado um modelo de negócios – com a anuência das autoridades – que era notavelmente frágil a rupturas nas fontes de financiamento de curto prazo. Como relatam Prasad (2014) e Tooze (2018), a capacidade do FED em agir de modo assertivo frente à crise está ligada à influência de *Wall Street* em Washington D.C. e sua capacidade de “socializar” as perdas que decorreram da crise. Na esteira da desregulamentação financeira iniciada no fim dos anos 1960⁷⁰, as finanças globais ultrapassaram as fronteiras domésticas e assumiram um caráter e dinâmica supranacional, sendo o dólar o elo que liga os diferentes atores domésticos dos EUA à rede global de finanças globalizadas (GUTTMANN, 2016). Ou seja, implícito na capacidade de ação do FED como o banco central global, se não *de jure* mas *de facto*, está uma influência política significativa de setores dos mercados financeiros domésticos estadunidenses⁷¹ (HAEMING et al., 2018).

Nesse sentido, a crise *subprime* demonstrou que moedas de diferentes países podem desempenhar alguns papéis em momentos de otimismo, mas, quando a incerteza radical predomina nos mercados e a preferência pela liquidez precaucional aumenta, não existem substitutos ao dólar, aos títulos do tesouro e a capacidade do FED de mobilizar recursos e instrumentos para resguardar a estabilidade financeira e monetária. Essa dependência cria um potencial de influência significativo: quais países podem ganhar linhas de *swap* em momentos de incerteza?

⁷⁰ Para um olhar mais abrangente do processo de liberalização financeira e da ação e “não ação” dos Estados nesse sentido, ver Helleiner (1994).

⁷¹ Não se almeja argumentar que o FED seja um espelho dos interesses financeiros privados. Como toda instituição dentro de uma estrutura de Estado, há uma lógica própria na tomada de decisões que não necessariamente reflete os interesses dos bancos e outras instituições. No entanto, é evidente que a “porta giratória” e a influência de poderosos *lobbies* tem influência decisiva no FED e, principalmente em momentos de crise, nota-se que há uma significativa convergência de interesses públicos e privados em salvar o sistema.

Quais países vão ter acesso à liquidez emergencial ou vão ter seu acesso negado à infraestrutura de pagamentos e compensações?

Em relação aos *swaps*, teoricamente, o FED leva em conta quatro aspectos ao estender uma linha: o tamanho da economia em questão, o seu histórico de adoção de boas políticas econômicas, a sua importância como parceiro comercial dos EUA e o tamanho dos mercados financeiros domésticos (MCDOWELL, 2017). No entanto, esses critérios parecem ter sido sujeitos a uma interpretação bastante subjetiva. Graças aos vazamentos do *Wikileaks*, por exemplo, Prasad (2014) pode constatar que o estabelecimento de linhas de *swap* foi negado a uma série de países como Chile, Peru, República Dominicana, Indonésia e Índia. McDowell (2017) estima, por meio de um modelo econométrico, quais dos quatro aspectos mencionados acima era estatisticamente mais significativo no que tange a concessão de uma linha de *swap*. O único fator que se mostrou importante foi o tamanho dos mercados financeiros domésticos e a consequente exposição de bancos estadunidenses a eles. Ou seja, as linhas de *swap* não só têm claros contornos políticos, como também indicam ter sido estabelecidas com o intuito primordial de resguardar os interesses dos bancos estadunidenses que operavam globalmente.

A trajetória de crescimento econômico de longo prazo da economia global não é marcada somente por momentos de instabilidade e crise. No entanto, como lembra Minsky (1999), uma das tendências intrínsecas do capitalismo contemporâneo é sua geração endógena de fragilidade financeira. Nesse sentido, por mais que mudanças regulatórias tenham fortalecido os mecanismos de supervisão do setor financeiro no período pós-2008, eles não eliminam a tendência inerente à criação de estruturas de financiamento frágeis. Portanto, nota-se que há um tipo de “aprisionamento” curioso no padrão dólar: a instabilidade financeira internacional e a crescente integração de países emergentes a mercados globais impõem a necessidade de proteção contra essa mesma instabilidade, o que acaba aprofundando a dependência do dólar dado que só os títulos do tesouro conseguem satisfazer a demanda precaucional por liquidez e que somente o FED assumiu o papel de prestador de última instância, mas numa escala global.

Em suma, pode-se constatar que o dólar manteve sua proeminência no sistema monetário internacional e reforçou seu papel como prestador de última instância e estabilizador do sistema. Boa parte das interpretações que surgiram na época (ex: KIRSHNER, 2009) atestavam

que a crise era um sintoma da decadência da moeda estadunidense e o acontecimento que mudaria a arquitetura do sistema monetário internacional. De fato, a crise mudou a arquitetura no sentido de *reforçar o papel do dólar*, e não o contrário. A moeda estadunidense manteve seu espaço como divisa que desempenha os papéis de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor, inclusive se distanciando do segundo colocado, o euro, em determinadas funções, principalmente no que toca a denominação do crédito internacional. Como visto, o funcionamento do sistema financeiro contemporâneo é central para a compreensão do porquê o dólar se manteve importante e como os EUA utilizam a vantagem de emitir a moeda hegemônica em seu favor.

Ao mesmo tempo que a manutenção do dólar garante aos EUA potencial de influência, a dependência global do dólar implica que, do ponto de vista econômico, existem uma série de condicionantes que limitam a autonomia de política econômica dos países emergentes e em desenvolvimento. Alguns destes já foram abordados: maior tendência a dinâmicas pró-cíclicas no que tange a taxa de câmbio, instabilidade nos fluxos de capitais e necessidade de acumular reservas internacionais que oferecem baixa rentabilidade e elevados custos de esterilização. Nesse sentido, a próxima seção busca explorar em maiores detalhes como a dependência do dólar está ligada a estes fenômenos.

3.6 Os impactos da dependência global do dólar

Como mencionado no primeiro capítulo, a utilização de uma moeda internacional cria uma estrutura de dependências hierárquicas em torno de uma divisa. Nesse sentido, essa seção busca abordar brevemente como mudanças no dólar reverberam na economia global, principalmente com o intuito de demonstrar como a hierarquia no sistema monetário internacional está ligada à hierarquia no sistema financeiro internacional. Por fim, busca-se tecer algumas interpretações de como esse fenômeno auxilia na compreensão da internacionalização do renminbi.

No entanto, antes de prosseguir, é importante elaborar uma breve distinção conceitual acerca do conceito de globalização financeira e financeirização. O presente capítulo buscou demonstrar como as mudanças qualitativas e quantitativas no setor financeiro nas últimas décadas está relacionado à resiliência do dólar como principal moeda do sistema monetário internacional. Teoricamente, essas mudanças se enquadram dentro de um processo mais amplo de crescente importância do setor financeiro conhecido como “financeirização”. Diferentes

perspectivas teóricas abordam o tema, dentre elas a perspectiva pós-keynesiana (HEIN, 2012; STOCKHAMMER, 2004), a marxista (FOSTER, 2007; 2010; VADUSEVAN, 2008; FOSTER; MAGDOFF, 2014; FOSTER; MCCHESENEY, 2012), da teoria da regulação (BOYER, 2000) e da teoria do sistema-mundo (ARRIGHI, 2010), dentre outros autores que não se encaixam propriamente dentro de uma dessas escolas (GUTTMANN, 2008; 2016; CHESNAIS, 2005).

Em linhas gerais, essas perspectivas teóricas tendem a enfatizar mudanças quantitativas e qualitativas no setor financeiro a partir dos anos 1960 (HELLEINER, 1994), como a desintermediação, a desregulamentação e a descompartimentação dos mercados financeiros, um aumento da tendência a fusões e aquisições em vez de investimentos em novas capacidades produtivas, a predominância de atividades financeiras dentro de empresas não financeiras, a expansão de fundos de investimento com perfil de investimento voltado para a alta rentabilidade dos seus ativos, a introdução de inovações financeiras, o aumento de concentração de renda derivado do aumento da renda financeira e dos lucros em favor dos salários, a transformação de poupadores em “investidores” através dos fundos de pensão, e, num âmbito mais geral, um padrão de crescimento macroeconômico marcado por crises financeiras e instabilidade sistêmica (CHESNAIS, 2005; 1995).

Dados esses elementos variados ressaltados pela literatura sobre “financeirização”, entende-se que a sua dimensão internacional envolve uma integração de países emergentes e em desenvolvimento de forma desigual e assimétrica. Ou seja, somente parte pequena dos portfólios globais contém títulos e moedas de países emergentes, e esses são prontamente abandonados frente a mudanças nos sentimentos dos grandes investidores institucionais globais. Se do ponto dos administradores de carteiras globais a parcela do seu portfólio alocada em emergentes é relativamente pequena, para países emergentes e em desenvolvimento esse montante tende a ser relevante e a moldar as condições domésticas de crédito e liquidez. Portanto, nota-se que, do ponto de vista teórico, há uma causalidade mútua entre a assimetria monetária – financeira – macroeconômica (PRATES, 2005; BIANCARELLI, 2007).

Como visto nas seções anteriores, o elemento-chave por trás da integração financeira subordinada de países emergentes é que os atores financeiros globais – principalmente as instituições “sistematicamente importantes” – estão estruturalmente ligadas ao dólar. Logo, os efeitos das

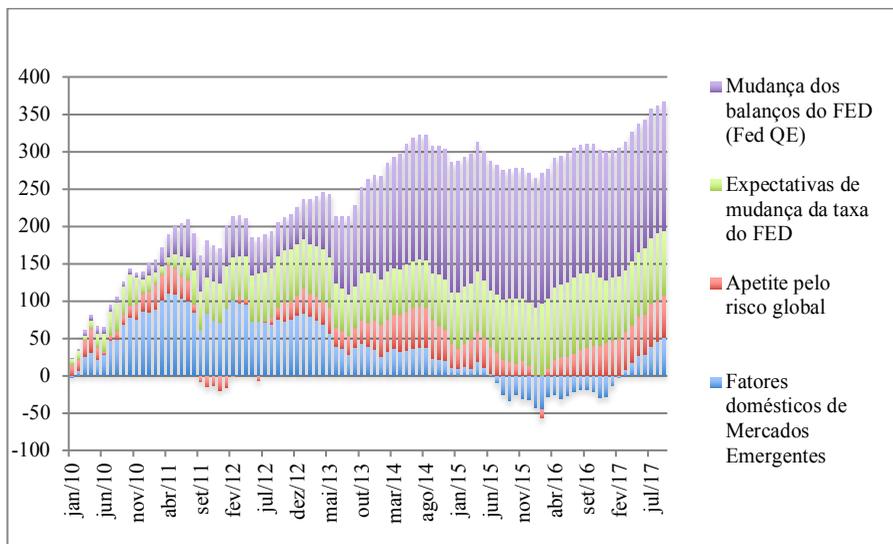
condições domésticas de financiamento nos EUA reverberam no sistema financeiro global, afetando as condições de liquidez da economia internacional e o ritmo do investimento em países emergentes e em desenvolvimento (REY, 2015; BIANCARELLI, 2007). Um primeiro canal de transmissão importante é através do aumento dos custos de crédito nos EUA. Dado que muitas empresas não financeiras emitem dívida em dólar, como visto anteriormente, mudanças nas condições de financiamento da moeda estadunidense e/ou uma apreciação do dólar podem levar a um descasamento monetário e causar outros efeitos, como cortes no investimento, na contratação e na produção (CHUI; KURUC; TURNER, 2015). Do ponto de vista dos bancos e outros agentes financeiros que emprestam em dólar, uma apreciação do dólar aumenta o risco para tomadores de empréstimos em países emergentes, o que leva a uma diminuição da exposição do sistema financeiro a estes países. Bruno e Shin (2013) demonstram empiricamente como esse canal de transmissão opera nos balanços dos bancos e como as variações na taxa de câmbio nominais dos EUA estão relacionadas à expansão ou contração do crédito internacional.

Essa discussão se enquadra dentro de um debate mais amplo no *mainstream* econômico sobre os fatores *push* e *pull* que explicavam os fluxos de capitais para os países emergentes, conceitos originalmente expostos por Calvo, Leiderman e Reinhart(1993) e Fernandez-Arias (1996). Os fatores *push* são as condições externas aos mercados emergentes que constituem a liquidez global e influenciam a decisão de investidores como a aversão global ao risco, o preço de commodities, as taxas de juros nos EUA, dentre outros. Já os fatores *pull* são as características domésticas dos países emergentes como os fundamentais macroeconômicos, as configurações dos mercados domésticos, o nível de reservas internacionais, o regime de câmbio, dentre outros.

Com base nessas premissas teóricas, o FMI (2017) estimou, por meio de um modelo proposto por Koepke (2014), o impacto dos fatores externos (*push*) e domésticos (*pull*) nos fluxos de carteira para países emergentes. As variáveis externas incluem uma *proxy* para a aversão ao risco global (o *spread* entre títulos privados e títulos do tesouro), expectativas sobre a taxa de juros do FED e mudança no balanço do mesmo. As variáveis domésticas são capturadas pelo índice MSCI – *Emerging Markets Index*. O modelo estimou que aproximadamente US\$ 260 bilhões dos fluxos de entrada desde 2010 podem ser atribuídos a políticas monetárias expansionistas do FED, enquanto a proporção de fatores domésticos dos países emergentes responsáveis pela atração dos

fluxos de portfólio foi significativamente menor, como evidenciado no Gráfico 9.

Gráfico 9. Fatores de impulso para os fluxos de portfólio para países emergentes, 2010–2017 (US\$ bilhões).



Fonte: Elaboração própria com base em FMI (2017).

Esses dados são importantes à luz das conclusões de trabalhos empíricos como o de Cerutti, Claessens e Puy (2015, p. 5-6), os quais analisam os principais impulsos para saída de fluxos de capitais de países emergentes. De acordo com os pesquisadores,

Países com níveis mais baixos de reservas, maior abertura comercial e regimes cambiais mais flexíveis tendem a ser mais sensíveis a fatores globais de impulso. No caso dos fluxos de capital, também descobrimos que a profundidade (ou liquidez) do mercado local desempenha um papel significativo no impacto dos fatores de impulso globais, sendo os mercados líquidos substancialmente mais sensíveis às mudanças nas

condições globais. [...] Nos fluxos de títulos, ações e bancos, mostramos que os países que dependem mais de fundos internacionais (por exemplo, fundos mútuos, ETFs) e bancos globais entre os investidores não residentes, são significativamente mais sensíveis aos fatores de impulso globais. No geral, nossas descobertas sugerem que os países emergentes com mercados financeiros profundos e uma alta exposição a “*fickle investors*”, em vez daqueles com fundamentos institucionais ou macroeconômicos mais sólidos, devem esperar receber (ou perder) financiamento externo quando as condições financeiras nos países avançados melhorarem (ou deteriorarem)⁷² (tradução nossa).

De um ponto de vista pós-keynesiano, algumas críticas podem ser elaboradas desse *framework*⁷³, mas é importante notar que a literatura *mainstream* atual reconhece que o que guia fluxos de portfólio para países emergentes e, em termos mais amplos, sua inserção na globalização financeira, não são unicamente os seus fundamentais domésticos, mas em grande medida o nível de liquidez nos mercados centrais, a liquidez dos mercados domésticos, o perfil de endividamento e dos investidores presentes no mercado doméstico, o nível de propensão ao risco dos agentes internacionais e a política monetária dos EUA. Apesar das diferenças conceituais e metodológicas, ressalta-se que boa parte das conclusões dos estudos empíricos mencionados são convergentes às

⁷² “*Countries with lower levels of reserves, higher trade openness and more flexible foreign exchange regimes tend to be more sensitive to global push factors. In the case of equity flows, we also find that the depth (or liquidity) of the local market plays a significant role in shaping the impact of global push factors, with liquid markets being substantially more sensitive to changes in global conditions. [...] Across bond, equity and bank flows, we show that countries relying more on international funds (e.g., mutual funds, ETFs) and global banks This is important since FDI constitutes the largest share of capital inflows in the EMs under study. among their non-resident investors are significantly more sensitive to global push factors. Overall, our findings suggest that EMs with deep financial markets and a high exposure to ‘fickle investors,’ rather than those with more sound institutional or macroeconomic fundamentals, should expect to receive (or lose) external funding when financial conditions in advanced countries improve (or deteriorate)*”.

⁷³ Ver Bonizzi (2017).

perspectivas teóricas expostas na presente pesquisa e complementam as mesmas.

Não obstante, a literatura ortodoxa também tende a aceitar que o financiamento em moedas estrangeiras não tem efeitos positivos no que toca o investimento e crescimento econômico em países emergentes (PRASAD; RAJAN; SUBRAMANIAN, 2007). Um exemplo recente é o artigo de Cavallo, Eichengreen e Panizza (2017, p. 3), que demonstra empiricamente que períodos de déficits na conta corrente derivados do financiamento em divisas internacionais tendem a promover crescimento nos primeiros quatro anos, no entanto, esse efeito se dissipa após o quinto ano com queda no investimento e no crescimento econômico. A conclusão que os autores chegam é a de que “[...] financiar o investimento e o crescimento com poupança externa não é impossível, mas é arriscado e não gera um claro dividendo em termos de crescimento”⁷⁴ (tradução nossa).

Além disso, Paula, Fritz e Prates (2017), por exemplo, pontuam como a volatilidade da demanda por moedas de países emergentes interage com aspectos domésticos, como por exemplo a tendência à maior *pass-through*, a baixa liquidez dos mercados domésticos e a ausência de canais de transmissão de política monetária eficazes, o que por sua vez acaba tornando a política monetária refém da instabilidade cambial. Como apontado pelos autores, em regimes de metas de inflação, esses desafios são ainda mais presentes dada à tendência do banco central em tolerar apreciações da moeda e se opor a depreciações em decorrência da sua tendência inflacionária.

Como mencionado no capítulo anterior e apontado por autores como Rey (2015) e Conti, Prates e Plihon (2014), essas ideias estão ligadas à defesa da hipótese de que os países emergentes são confrontados não com uma “trindade impossível” – na qual o país deve escolher dois dos três objetivos de política econômica: taxa de câmbio fixa, liberdade de movimentação de capitais e autonomia monetária –, mas sim com uma “dualidade”, uma vez que a abertura da conta de capitais implica perda da autonomia da política econômica a despeito do regime cambial vigente. Portanto, há uma assimetria macroeconômica que condiciona países

⁷⁴ “[...] *financing growth and investment out of foreign savings is not impossible, but it is risky and does not yield a clear growth dividend*”.

emergentes e periféricos a uma exposição mais acentuada a ciclos globais de liquidez, o que dificulta a implementação de políticas contracíclicas e a capacidade das autoridades monetárias de perseguirem objetivos autônomos de política econômica (OCAMPO, 2016; 2017).

Frente à instabilidade que caracteriza a demanda por moedas periféricas, Kaltenbrunner (2015) defende que uma estratégia para aumentar a liquidez da moeda seria reduzir a exposição do país a capitais de curto prazo voláteis e adotar uma postura de integração financeira seletiva. Neste contexto “ideal”, o país teria primeiro que estabelecer uma posição de credor líquido e fomentar o papel da sua moeda como instrumento de crédito, para posteriormente abrir sua conta capital.

Em termos práticos, esse argumento é de grande importância para a compreensão da internacionalização do renminbi e será discutido em mais profundidade posteriormente. Não se busca entrar no debate sobre a China ser um mercado emergente dado seu passado como grande potência econômica e política, mas afirmar que a China, assim como outros mercados que compõe o índice MSCI de países emergentes, é um país integrado a dinâmicas financeiras globais a partir de uma posição subordinada. Logo, a demanda pela moeda chinesa deve ser compreendida sob a luz da teoria da preferência pela liquidez e a partir da compreensão da dominância do dólar no regime atual. Ou seja, a demanda pela moeda chinesa se dá em um regime no qual a demanda por moedas periféricas tende a ser pró-cíclica, com dinâmicas que não correspondem necessariamente aos “fundamentais” macroeconômicos, em que o dólar desempenha a função de denominação da riqueza global e está na gênese do funcionamento dos mercados financeiros internacionais.

Portanto, a demanda pelo RMB não deve ser analisada somente sobre uma ótica da oferta, mas também da demanda. Isto é, quando determinados autores abordam a internacionalização do RMB, parte-se da premissa de que se a China implementar determinadas reformas econômicas, como a crescente liberalização e modernização do sistema financeiro doméstico, um aumento da demanda pela moeda chinesa ocorreria. No entanto, como visto anteriormente, países emergentes podem ter mercados líquidos, profundos e modernos, mas nem por isso suas moedas vão ser moedas líquidas. Logo, dado o caráter “financeirizado” da economia global e a hierarquia monetária internacional, os limites estruturais à internacionalização do renminbi são tão importantes quanto as reformas domésticas que a China possa realizar.

Não se objetiva argumentar que o regime dólar-flexível seja imune a mudanças ou que a internacionalização do renminbi está condenada a

falhar. Como a história dos regimes monetários internacionais demonstra, as mudanças nos contornos da arquitetura monetária global são lentas e muitas vezes não lineares. No entanto, argumenta-se que as contradições do atual regime tornam a internacionalização do renminbi um processo complexo e, por vezes, contraditório. Como país integrado de modo subordinado nas finanças globais, a China deve superar barreiras intrínsecas a posição de país emergente que, como ela, tem a demanda da sua moeda influenciada por uma lógica especulativa.

3.7 Considerações finais

O presente capítulo buscou complementar as bases teóricas expostas no capítulo anterior e fundamentar uma análise do sistema monetário contemporâneo sob lentes que levem em conta mudanças estruturais no sistema financeiro. Primeiramente, uma revisão da teoria monetária pós-keynesiana foi realizada, a partir da qual foi possível notar que concepções básicas sobre dinheiro e crédito são conceitos contestados mesmo dentro de uma escola de pensamento relativamente homogênea. Logo, a disciplina de EPI deveria dedicar mais atenção para discussões sobre a ontologia das moedas e procurar fundamentar debates sobre o sistema financeiro e monetário contemporâneos sem assumir o conceito da moeda como definido.

Esse capítulo procurou construir pontes entre a teoria monetária pós-keynesiana e conceitos mais tradicionais de EPI porque há amplo espaço de convergência entre ambas escolas. Em primeiro lugar, o conceito de incerteza radical é de importante valor analítico, principalmente seu efeito no comportamento de agentes da economia internacional e em suas decisões de investimento e poupança. Autores como Nelson e Katzenstein (2014) já iniciaram a abordagem do tema junto a uma literatura de EPI, mas ainda existem uma série de complementaridades possíveis.

A teoria da preferência pela liquidez, aliada à ideia de incerteza, auxilia na explicação do caráter cíclico da liquidez internacional e também da demanda por moedas periféricas. Essa perspectiva complementa o conceito de pirâmide monetária de Cohen (1998), ao explicar os mecanismos que atingem diferentes níveis da pirâmide e como a hierarquia monetária internacional tem um caráter inercial. Do ponto de

vista dos determinantes da internacionalização monetária, a teoria da preferência pela liquidez demonstra que, para além da rede transaccional, da liquidez dos mercados, da estabilidade de macroeconómica do país em questão, de voluntarismo político e do poder geopolítico, é importante considerar a inserção de cada país na globalização financeira para compreender a “natureza” da demanda da sua moeda.

Buscou-se explorar a configuração do sistema monetário, com um enfoque especial no período pós-2008 e na dinâmica financeira subjacente à dominância do dólar. Como demonstrado, o modelo de negócios dos bancos e instituições financeiras globais passou a depender de financiamento em mercados monetários de curto prazo a partir das reformas liberalizantes do fim dos anos 1960, o que permitiu inovações financeiras e uma crescente necessidade de ativos seguros – os *treasuries* – e de uma instituição capaz de garantir a liquidez e atuar como emprestador de última instância em momentos de crise, ou seja, o FED.

A capacidade dos EUA de ofertarem o ativo de maior segurança de todo o sistema financeiro internacional, de atuarem como banco central global e fornecer liquidez para instituições privadas e para autoridades monetárias de outros países são os principais motivos que consolidaram a liderança do dólar como moeda internacional pós-2008. Os títulos americanos fazem parte das carteiras não só de autoridades monetárias, mas investidores, bancos e empresas privadas que dependem dos *treasuries* para ter acesso ao crédito, equilibrar entradas e saídas de fundos e adotar estratégias de portfólio defensivas. A dependência, tanto do setor privado, quanto do setor público, dos títulos do tesouro americano leva a conclusão que qualquer discussão sobre internacionalização monetária deve levar em conta a demanda específica do setor financeiro global, o qual é estruturalmente dependente do dólar.

Esta dependência implica que há um ciclo global de liquidez que depende das condições monetárias dos EUA, o qual impacta diretamente nas condições de crédito internacional, nos fluxos de capitais e na demanda por moedas periféricas. Esse aspecto cíclico da liquidez internacional aumenta a necessidade de deter ativos como reserva de valor (e por consequência aprofunda a demanda por dólares), além de criar uma dinâmica de volatilidade para países emergentes que, apesar de possuírem sistemas financeiros líquidos, são vulneráveis às saídas de capitais de curto prazo. Em outras palavras, a participação dos países emergentes na globalização financeira demanda, pela sua natureza instável, um aprofundamento do padrão dólar, contradição que demonstra a tendência ao *path-dependence* no sistema monetário internacional e o poder

estrutural dos EUA de controlar tanto as estruturas financeiras internacionais quanto o acesso à liquidez em períodos de crise.

Esse é o contexto do regime no qual o processo de internacionalização do renminbi ocorre. Nesse sentido, defende-se a hipótese de que a China tem uma moeda com baixo prêmio de liquidez, a qual é demandada de modo pró-cíclico e que é sensível às dinâmicas externas à economia chinesa. Não obstante, a China busca internacionalizar sua moeda em meio a um regime internacional estruturalmente atrelado ao dólar e liderado pelas finanças, marcado pela instabilidade e sensível às escolhas de alocação de carteira dos investidores internacionais. Logo, é importante que a literatura considere os limites estruturais que a arquitetura atual impõe ao processo de internacionalização do renminbi. Boa parte da literatura especializada dedica atenção às reformas domésticas que a China necessitaria realizar para que sua moeda se torne uma moeda internacional. No entanto, os limites sistêmicos devem ser compreendidos como de igual importância, principalmente no período pós-2008, como demonstrado nesse capítulo.

4. A ASCENSÃO (E ESTAGNAÇÃO) DO RENMINBI NA HIERARQUIA MONETÁRIA INTERNACIONAL

4.1 Introdução

Os capítulos anteriores expuseram as bases teóricas que guiam a compreensão da internacionalização do renminbi. O primeiro capítulo abordou questões relacionadas às funções da moeda no âmbito internacional, aos elementos que explicam os papéis internacionais de moedas líderes e como isso se liga ao conceito de poder monetário. O segundo capítulo buscou complementar as perspectivas mais tradicionais de EPI ao discutir um olhar sobre a pirâmide monetária a partir das lentes da teoria da preferência pela liquidez, além de explorar os contornos da arquitetura contemporânea do SMI e como a financeirização da economia global está relacionada à manutenção do dólar como divisa com maior liquidez do SMI.

Ambos os capítulos se complementam e auxiliam na compreensão da internacionalização do renminbi. Em primeiro lugar, um conceito muito importante do primeiro capítulo é aquele defendido por Helleiner (2008) entre a influência indireta e a influência direta na internacionalização monetária. Argumenta-se que a China buscou aprofundar e liberalizar seus mercados e realizar uma série de iniciativas que buscam tornar sua moeda mais “competitiva” do ponto de vista dos agentes de mercado. Ou seja, buscou-se aprofundar a liquidez, a confiança e as redes transacionais do país com vistas a tornar a moeda chinesa mais economicamente atrativa por meio da influência indireta (quando buscase alterar as condições de “oferta” de um país).

No entanto, como será abordado no presente capítulo, tal estratégia encontrou limites ou, de acordo com Kroeber (2013), certa indiferença por parte do mercado. De acordo com a hipótese proposta, isso se deu pelos motivos explicados no segundo capítulo: a moeda chinesa ainda é uma moeda com l baixo e não desempenha o papel de uma moeda internacional líquida. Apesar da importância da China como potência comercial e da sua significativa rede transacional, nota-se que a moeda chinesa foi demandada de acordo com uma lógica especulativa, a qual é notadamente influenciada pelo nível de propensão aos riscos dos investidores internacionais e das condições de liquidez dos mercados

globais. Essa afirmação será empiricamente verificada em face da análise da instabilidade cambial que seguiu um movimento de liberalização do regime cambial em 2015, período que foi seguido por forte instabilidade dos fluxos de capitais e desvalorização do renminbi. Como será explicado, o aumento da liquidez dos mercados chineses não garantiu uma maior liquidez da divisa.

Dada a dificuldade de se internacionalizar a moeda pela via indireta, isso é, através da alteração das estruturas econômicas para incentivar atores de mercado a adotarem a moeda, argumenta-se que a via direta de internacionalização monetária é a que tem maior potencial de conceder à China influência monetária. Em outras palavras, a internacionalização pela via do mercado encontra limites significativos dada a dependência global do setor financeiro ao dólar. No entanto, a tentativa de liderar a reforma da arquitetura institucional internacional, tanto através de mudanças nas instituições existentes como por meio da criação de novas instituições internacionais, pode aumentar o apelo do renminbi para outros países e autoridades.

Essa é a segunda face do poder estrutural, como visto em Strange (1988). A China ganha potencial de influência ao oferecer opções que de outra maneira não estariam disponíveis a países emergentes e em desenvolvimento, como linhas bilaterais de *swap*, empréstimos para financiamento em infraestrutura sem o mesmo nível de exigência ou “condicionalidades”⁷⁵ que aqueles do Banco Mundial, investimento direto estrangeiro e assistência oficial ao desenvolvimento⁷⁶. Esses papéis rivalizam com o papel exercido pelos EUA e aumentam a capacidade da China de utilizar seu poderio financeiro para ganhar crescente influência junto a outros países.

Nota-se, no entanto, que essa estratégia esbarra no poder do dólar. Enquanto o dólar for a moeda que está nos balanços dos principais atores

⁷⁵ De acordo com o FMI (2018c, p. 1), “*When a country borrows from the IMF, its government agrees to adjust its economic policies to overcome the problems that led it to seek financial aid. These policy adjustments are conditions for IMF loans and serve to ensure that the country will be able to repay the IMF. This system of conditionality is designed to promote national ownership of strong and effective policies*”.

⁷⁶ De acordo com a definição oficial da OCDE (2019), a assistência oficial ao desenvolvimento é definida como os fluxos para os países e territórios concedidos por agências oficiais (governos federais e locais), na qual a transação tem como objetivo o desenvolvimento e bem-estar do recipiente e tem um caráter concessional de pelo menos 25%.

globais e for a moeda mais líquida do SMI, mudanças significativas na hierarquia monetária internacional devem ser interpretadas com cautela. Como visto no segundo capítulo, quando a crise financeira atingiu os principais atores privados e soberanos, nem o FMI nem outras organizações multilaterais tinham o poder financeiro para lidar com a aguda necessidade de liquidez daquele momento. Portanto, por mais que a China ganhe crescente influência em decorrência da expansão do seu *statecraft* financeiro, em última instância essa influência é limitada pela baixa liquidez de sua moeda em comparação ao dólar. A China ocupa uma posição subordinada na hierarquia monetária internacional e sua moeda, o RMB, desempenha limitados papéis para além das fronteiras chinesas. A próxima seção traz dados que confirmam essa hipótese.

Do ponto de vista do processo mais amplo de ascensão chinesa, os limites do RMB como moeda internacional têm ramificações importantes. Em um período curto em termos históricos, a China conseguiu sair de um contexto de extrema pobreza para uma condição de potência econômica e política na esfera internacional. Apesar de ainda ser um país de renda média, a China lidera projetos de investimento internacionais ousados, consolida sua presença em regiões estratégicas do globo como África e América Latina, ganha espaço dentro de instituições lideradas pelos EUA, como no FMI e no Banco Mundial, além de liderar setores industriais de tecnologia de ponta e desafiar cada vez mais a liderança dos EUA como polo de inovação global (KROEBER, 2016). Portanto, a China deve desempenhar um papel de crescente influência nas próximas décadas, tanto em termos econômicos, como políticos e ideacionais.

No entanto, o sucesso do processo de desenvolvimento econômico chinês está ligado a um tipo de configuração da economia política doméstica que, pelo seu caráter, dificulta a ascensão do RMB como moeda internacional. Nas palavras de Torres e Pose (2018, p. 10), “O principal entrave a uma maior utilização do renminbi em âmbito internacional advém de uma relação complexa entre o modelo de crescimento do país, a estrutura de seu sistema financeiro e os controles existentes sobre a conta capital”. Do ponto de vista doméstico, a internacionalização monetária requer um tipo de aprofundamento do desenvolvimento financeiro que contrasta com os objetivos mais amplos de estabilidade e controle que guiam o processo de acumulação chinês. Possuir controles sobre a taxa de juros, sobre o câmbio e sobre outras variáveis macroeconômicas e financeiras permitiu aos formuladores de

política econômica chineses a manutenção de um processo de crescimento estável, o qual é fundamental para a legitimidade do Partido Comunista Chinês (PCC).

Defende-se a hipótese de que a internacionalização do renminbi encontra essa contradição “de origem” porque o tipo de liberalização financeira que deter uma moeda internacional contradiz o princípio da estabilidade, central para a lógica de manutenção do poder do PCC. De um lado, emitir uma moeda internacional concede uma série de benefícios ao país emissor, como maior flexibilidade e autonomia macroeconômica, vantagens microeconômicas para bancos e atores privados, ganhos de *seigniorage*, prestígio internacional, dentre outros. De acordo com Yongding (2015), os oficiais chineses interpretavam a internacionalização com otimismo principalmente pela redução dos riscos cambiais e dos descasamentos monetários, além de uma potencial diminuição das reservas em dólar, dos custos de transação e aumento de competitividade do setor financeiro doméstico. Por outro lado, o tipo de aprofundamento e liberalização do sistema financeiro doméstico que é requerido para suportar a internacionalização de uma moeda tem consequências tanto do ponto de vista distributivo, quanto das configurações mais amplas do modelo de acumulação do país. Como será abordado em maiores detalhes, a liberalização do mercado financeiro chinês e da conta capital avançou em passos rápidos nos últimos anos. No entanto, essa crescente liberalização ainda ocorre sobre os moldes definidos pelo partido e não se projeta como uma alternativa ao tipo de desenvolvimento financeiro encabeçado pelos EUA. Nesse sentido, inicia-se com uma exposição do lugar ocupado pelo RMB na hierarquia monetária contemporânea.

Assim como o segundo capítulo abordou o papel do dólar, essa seção analisa o papel de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor desempenhado pela moeda chinesa no âmbito internacional. Em seguida, realiza-se uma breve revisão dos principais traços da economia política chinesa e como essas características estão relacionadas às estratégias adotadas para fomentar a utilização do RMB, sobretudo as estratégias que almejavam aprofundar e liberalizar os mercados chineses. Demonstra-se que essas iniciativas encontraram limites, principalmente de ordem estruturais e relacionados às características da arquitetura do SMI contemporâneo. Por fim, as principais iniciativas da China para consolidar sua influência monetária, tanto no âmbito bilateral quanto multilateral, são examinadas e demonstram aquilo que se considera ser um tipo de segunda face do poder estrutural (STRANGE, 1988).

4.2 Renminbi na hierarquia monetária contemporânea

Há uma história muito popular na literatura sobre as reformas chinesas que conta que quando Deng Xiaoping buscou arrecadar fundos para ir a uma reunião da Organização das Nações Unidas (ONU), em 1974, ele conseguiu juntar US\$ 38 mil dólares após demandar moeda estrangeira para todos os bancos em Pequim (WALTER; HOWIE, 2012). Sendo ou não verdade, fato é que, desde de 1978, o célere processo de desenvolvimento chinês logrou remover 740 milhões de pessoas de uma condição de extrema pobreza e transformou aquele que era um dos países com menor PIB *per capita* do mundo em uma potência econômica e política em um período de apenas 40 anos (WORLDBANK, 2019).

Os indicadores são reveladores. Entre o período de 1978 e 2018, o país cresceu em média 9,5% a.a, enquanto o PIB *per capita* cresceu, em média, 8,5% a.a. Isso permitiu que o país representasse, em 2018, 19,1% do PIB global medido por meio da PPP), 4% a mais que o segundo colocado, os EUA. Uma das características mais notáveis desse período é que a China logrou manter a estabilidade de preços (com exceção de um período do começo dos anos 1990), com uma média de inflação, medida pelo deflator implícito no PIB, de 4,92% a.a, enquanto a média de países da OCDE, por exemplo, foi de 4,12% a.a. Não obstante, a formação bruta de capital fixo, medida como % do PIB, registrou uma média de 35,4% a.a no período, enquanto a média dos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) foi de 22,8% a.a (WORLDBANK, 2019).

Nesse sentido, ressalta-se a importância da China como potência comercial e manufatureira. Atualmente, o país já é o principal exportador e segundo maior importador do mundo, representando 12,7% de todas as exportações e 10,2% de todas as importações mundiais, sendo o principal parceiro comercial de aproximadamente 75 países (WTO, 2019). Isso permitiu que o país acumulasse constantes superávits comerciais. De 1982 até 2017, por exemplo, a China teve uma média de superávit comercial de 2,25% do PIB ao ano, o que permitiu que o país se tornasse o maior detentor de reservas estrangeiras da economia internacional. Em novembro de 2018, o país detinha US\$ 3,06 trilhões em reservas internacionais, enquanto o segundo colocado, o Japão, detinha US\$ 1,25

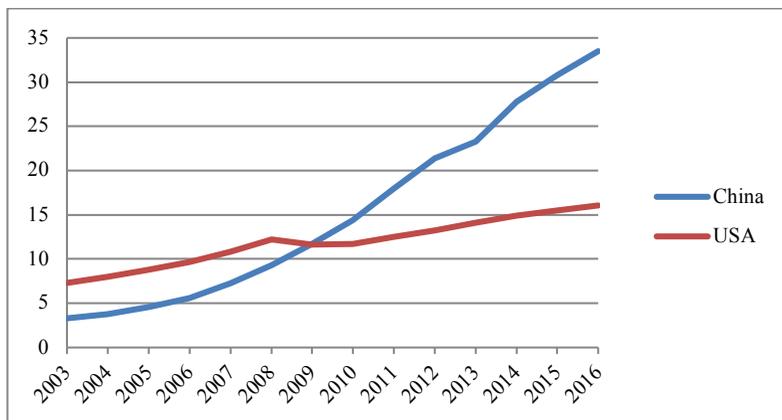
trilhão (WORLDBANK, 2019; SAFE, 2019; TRADING ECONOMICS, 2019).

Essas mudanças se refletem também no tamanho e na amplitude global que as empresas chinesas assumiram. Na lista da Fortune 500 Global de 2018, que elenca as maiores empresas globais de acordo com sua receita, a China possui três empresas entre as dez maiores (2º State Grid; 3º Sinopec Group, 4º China National Petroleum), número igual ao de companhias estadunidenses no topo da hierarquia corporativa global (1º Walmart; 9º Exxon Mobil; 10º Berkshire Hathway) (FORTUNE, 2019). De acordo com a lista da Forbes Global 2000, que avalia o tamanho das empresas pelas vendas, lucros, ativos e valor de mercado, a posição das empresas chinesas foi ainda mais assertiva. Em 2003, quando a lista foi criada, a China tinha somente 43 empresas na lista, enquanto em 2018 esse número passou para 291 (de um total de 2000 empresas), sendo que o Banco Industrial e Comercial da China (*Industrial and Commercial Bank of China* – ICBC) assumiu a posição de maior empresa do mundo. Não obstante, de acordo com a métrica da Forbes Global 2000, das 10 maiores empresas, outras quatro são chinesas e todas estão relacionadas ao setor financeiro: 2º Banco de Construção da China; 5º Banco de Agricultura da China; 9º Banco da China; 10º Ping Na Grupo de Seguros (FORBES, 2018).

Para um sistema financeiro que tinha dificuldades de financiar a ida de uma comissão à ONU há 40 anos, é notável que os bancos estatais chineses tenham assumido tamanha posição de destaque. Não obstante, tal constatação reflete o fato de que, atualmente, o sistema bancário chinês é o maior do mundo em termos de ativos, com um estoque de US\$ 35 trilhões em 2016 (Gráfico 10). Em termos do tamanho dos mercados de títulos da dívida domésticos, medidos pelos estoques de títulos da dívida em junho de 2018, a China possui o terceiro maior mercado, com um estoque de US\$ 12,3 trilhões, enquanto o Japão, que ocupa o segundo lugar, possui um mercado US\$ 12,9 trilhões (Gráfico 11). Nota-se, além do mais, que as bolsas de valores chinesas – a bolsa de Xangai, de Shenzhen e de Hong-Kong – já figuram entre as 10 maiores bolsas de valores do mundo, ocupando, respectivamente, a 4ª, 8ª e 7ª posição pela métrica da capitalização de mercado (Gráfico 12). Esses números não refletem as nuances de cada um dos mercados referidos como o giro diário, a volatilidade, a participação de estrangeiros, dentre outros, mas demonstram que a China já mostra ser um *player* de importância na área financeira e que, assim como em outras dimensões da economia

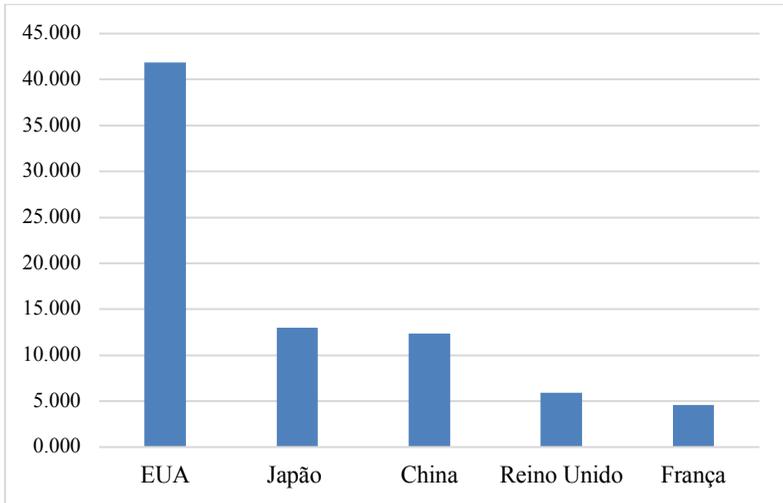
internacional, o país convergiu de maneira veloz com outras grandes potências internacionais.

Gráfico 10. Tamanho dos sistemas bancários – estoque de ativos, 2003–2016 (US\$ trilhões).



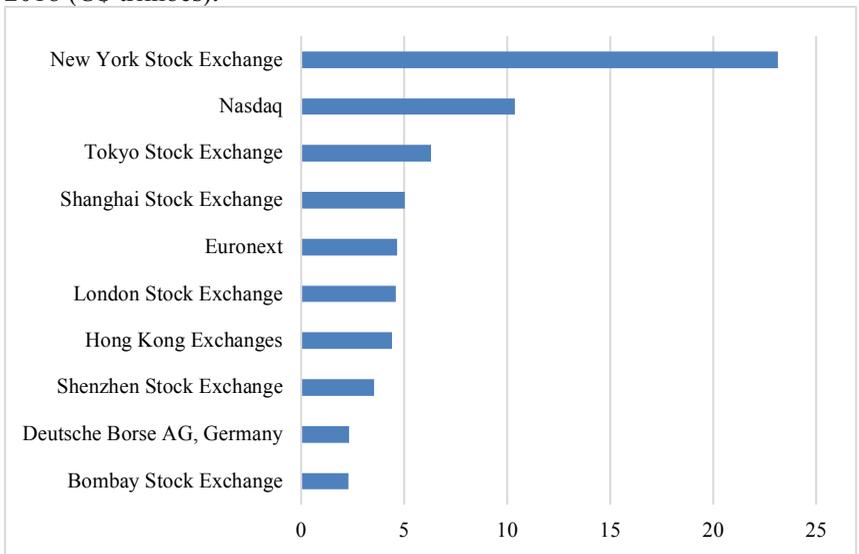
Fonte: Fred St. Louis (2017b); CBRC (2017; 2016). Elaboração própria.

Gráfico 11. Tamanho dos mercados domésticos de títulos, 2018 (US\$ trilhões).



Fonte: BIS (2018). Elaboração própria.

Gráfico 12. Tamanho das bolsas de valores – capitalização de mercado, 2018 (US\$ trilhões).



Fonte: Statista (2019). Elaboração própria.

Em suma, esses dados demonstram, ainda que de modo breve, que a expansão econômica chinesa permitiu ao país “escalar” diferentes dimensões das hierarquias econômicas globais. O país já detém o maior PIB global em PPP, é o maior exportador, possui os maiores bancos, assume uma postura geopolítica cada vez mais assertiva e logrou alcançar essas conquistas sem rupturas políticas ou episódios de hiperinflação em um período de quatro décadas. A partir daquilo que foi exposto no primeiro capítulo, seria possível concluir que, dada a importância econômica da China, principalmente em termos de estabilidade, liquidez e das redes transacionais que derivam do seu potencial comercial, o país deveria ter uma moeda amplamente utilizada internacionalmente. Ou seja, tanto do ponto de vista econômico quanto do voluntarismo político em internacionalizar a moeda, Pequim pareceria pronta a ter uma moeda de certa relevância internacional.

No entanto, os dados em relação à utilização do RMB para além das suas fronteiras demonstram que este não foi o caso. É verdade que, quando postos em uma perspectiva histórica, os avanços do RMB foram significativos. Mesmo assim, é importante salientar que, frente à importância da China na esfera econômica e geopolítica global, chama a atenção o baixo nível de utilização do RMB, principalmente quando comparado ao dólar e a outras moedas relativamente internacionalizadas, como o dólar canadense, o dólar australiano e o franco suíço. Nas palavras de Subacchi (2016, p. 71, tradução nossa),

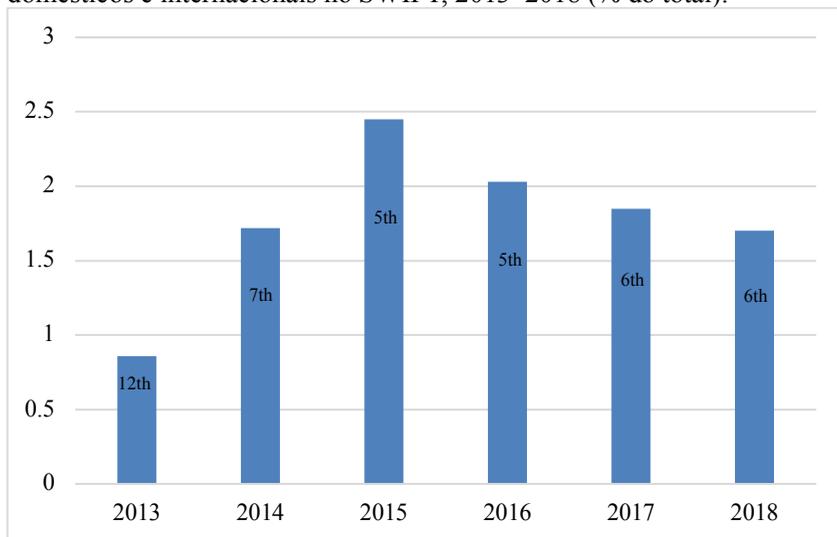
Na economia global multipolar contemporânea, na qual o peso dos EUA diminui ao mesmo tempo em que o peso da China e de outros países emergentes aumentou, a falta de uma moeda internacional chinesa é tão incongruente como a hegemonia monetária dos EUA é anômala⁷⁷.

Frente a essa aparente incongruência, cabe verificar especificamente quais papéis o RMB desempenha na economia global

⁷⁷ “*In today’s multipolar world economy, in which the relative weight of the United States has decreased while that of China and other developing countries has increased, China’s lack of an international currency is as incongruous as the United States’s monetary hegemony is anomalous*”.

contemporânea. De acordo com dados do SWIFT (2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018), o papel do RMB como moeda de pagamento internacional perdeu tração a partir de 2015, como evidenciado no Gráfico 13. O eixo vertical representa a porcentagem de utilização do RMB em cada ano e, em cima de cada barra, a posição da moeda quando comparada a outras moedas de pagamento. Primeiramente, é importante notar que a ascensão do RMB da 12^a posição em 2013 para a 5^a em 2015 é bastante célere, o que demonstra as expectativas existentes em torno da internacionalização da moeda. No entanto, destaca-se que, a partir de 2015, a moeda perde uma posição na hierarquia de pagamentos e, em setembro de 2018, passa a representar somente 1,7% de todos os pagamentos globais que passam pelo SWIFT. Para efeitos de comparação, os EUA, que representam 24% do PIB global em preços correntes, tem a sua moeda utilizada 39,71% dos pagamentos, enquanto a China, que tem um PIB em preços correntes equivalente a 15% do PIB global, tem sua moeda utilizada para menos de 2% dos pagamentos (WORLBANK, 2019).

Gráfico 13. Porcentagem do RMB como moeda de pagamentos domésticos e internacionais no SWIFT, 2013–2018 (% do total).



Fonte: SWIFT (2013; 2014; 2015; 2016; 2017; 2018).

Outras evidências apoiam a hipótese de que a participação do RMB na hierarquia monetária internacional é significativamente menor do que a participação da China em outras esferas da economia global. A participação do RMB no giro diário de mercados cambiais de balcão é de 4% (de um total de 200%), e faz com que o RMB ocupe a 8ª posição, atrás de moedas como o dólar australiano (5ª), o dólar canadense (6ª) e o franco suíço (7ª). Nota-se que os PIB somados da Austrália, do Canadá e da Suíça equivalem a 30% do PIB chinês, em 2017.

Outra maneira de verificar a diferença da inserção dessas moedas quando comparadas ao RMB é dividir a participação das moedas no giro diário dos mercados cambiais globais pela soma da porcentagem dos respectivos países nas exportações e importações globais. Esse exercício permite constatar a relação entre o papel de um país no comércio global e a demanda pela sua moeda. Como evidenciado na Tabela 4, a moeda dos EUA, do Japão e da Austrália são demandadas numa ordem bastante superior em relação à importância dos respectivos países no comércio global, enquanto o oposto é verdade para a China que, apesar de ser o

maior exportador e segundo maior importador global, tem uma moeda de baixa utilização em termos relativos.

Tabela 4. Proporção entre participação das moedas nos mercados cambiais globais e a participação dos respectivos países no comércio global (2016).

EUA	Japão	Austrália	Reino Unido	Suíça	Zona do euro	Canadá	China
3.98	2.86	2.72	2.13	1.57	1.03	1.03	0.17

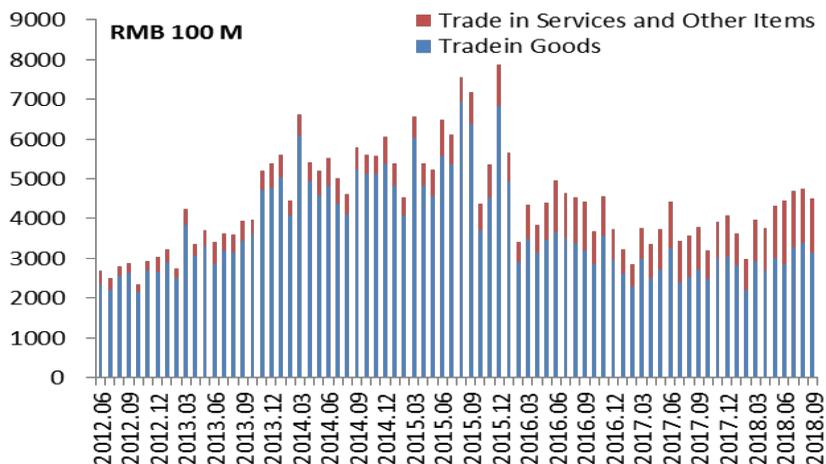
Fonte: (BIS, 2018a; WTO; 2019). Elaboração própria.

Um padrão similar ocorre na liquidação do comércio exterior em RMB. Como é possível verificar no Gráfico 14⁷⁸, há uma evolução significativa da utilização do RMB como moeda de liquidação do comércio exterior até outubro de 2015, quando aproximadamente 30% de todo o comércio exterior chinês era liquidado na sua própria moeda. No entanto, a partir de então, a tendência de crescente utilização é revertida e, em setembro de 2018, somente RMB 3,65 trilhões do comércio chinês eram liquidados em RMB, o que representa aproximadamente 15% do seu comércio total (importações + exportações). Não obstante, como nota Prasad (2016, p. 104, tradução nossa), “virtualmente todo o comércio liquidado que utiliza RMB envolve a China, seja como importador ou como exportador. Ou seja, o RMB está longe de se tornar uma moeda veicular”⁷⁹.

⁷⁸ Buscou-se ter acesso direto aos dados por meio do site do banco central chinês para a elaboração do gráfico, no entanto, o banco central chinês não os disponibiliza. Portanto, o Gráfico 14 teve de ser importado de um relatório de política monetária do PBC, sem que houvesse a possibilidade de mudar a sua estética.

⁷⁹ “[...] *virtually all of the trade settled using the RMB involves China, either as an importing or exporting country. That is, the RMB is far from becoming a ‘vehicle currency’.*”.

Gráfico 14. Liquidação do comércio exterior em renminbi, 2012–2018 (RMB milhões).



Fonte: PBC (2018).

O mesmo aplica-se para outras funções da moeda. Apesar de a China possuir o terceiro maior mercado de títulos do mundo, o RMB é a moeda de denominação de apenas 0,43% do estoque de títulos da dívida internacionais no terceiro trimestre de 2018, o que faz a moeda ocupar a 8ª posição na lista de moedas mais utilizadas para esta função. Em termos históricos, o avanço do RMB nessa função foi expressivo: de 2008 a 2018, o aumento da utilização do RMB foi de 1.504%. No entanto, isso se justifica porque a uma década atrás o papel do RMB nos mercados da dívida internacionais era inexistente. Como visto no segundo capítulo, essa função é muito importante para a manutenção de um regime monetário e a distância do RMB para o dólar, que é a moeda de denominação de 45,99% do estoque de títulos da dívida internacionais, é bastante significativa (BIS, 2018a).

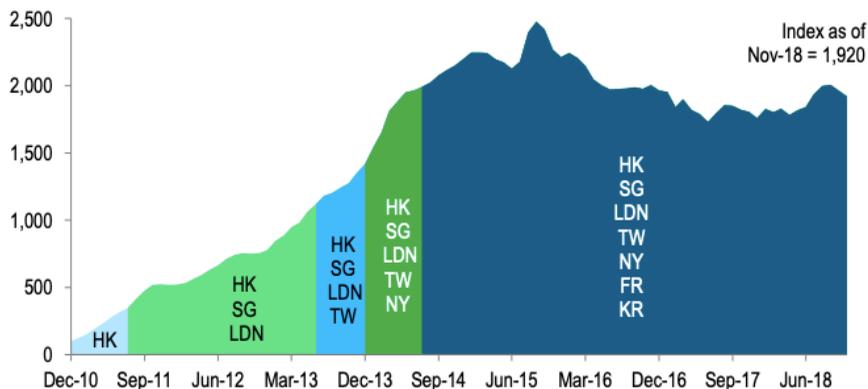
Do ponto de vista da função de reserva de valor da moeda, os avanços do RMB também foram velozes. De acordo com dados do FMI (2019a), no final de 2018, o RMB representava 1,8% do total das reservas oficiais alocadas, ocupando a 6ª posição, na frente do dólar australiano

(1,69%), mas ainda atrás do dólar canadense (1,95%). Este foi um avanço, dado que houve um aumento de 113% entre o final de 2016 e o final de 2018. Não obstante, de acordo com uma pesquisa realizada pelo banco UBS com 30 bancos centrais, em julho de 2018, o objetivo dos participantes da pesquisa é aumentar as reservas em RMB para 3,2% do total de reservas, o que implica aproximadamente US\$ 200 bilhões de novas aquisições de ativos em RMB por parte de bancos centrais (CASTELLI; SALMAN, 2018a).

As primeiras aquisições de RMB por bancos centrais ocorrem em 2011 e foram lideradas pelos bancos centrais do Chile, da Malásia e da Nigéria. Desde então, outros bancos centrais anunciaram que iriam compor suas reservas com RMB, como o Banco Central da Áustria, do Japão, da Rússia, da Austrália, do Paquistão, da Tanzânia, do Quênia, das Filipinas, Reino Unido, dentre outros (PRASAD, 2016). Também foi decisiva a inclusão do renminbi à Cesta dos Direitos Especiais de Saque (*Special Drawing Rights* – SDR) do FMI, em 2016, que foi um passo importante para consolidar o papel da moeda chinesa como moeda de reserva global. No entanto, é importante pensar nesses dados em perspectiva: por mais que o RMB tenha assumido alguma importância e que os mercados de títulos chineses sejam atualmente os terceiros maiores da economia global, a moeda chinesa ainda ocupa um espaço marginal nas reservas de bancos centrais, atrás do dólar canadense.

Por fim, uma métrica que consegue captar a evolução do RMB em seus diferentes papéis e que mostra a relativa estagnação do processo de internacionalização da moeda chinesa é o *Renminbi Globalisation Index*, da *Standard Chartered*, índice é composto por uma análise do número de depósitos em RMB, pelo quanto do comércio é liquidado na moeda, pela emissão de *Dim Sum Bonds*, certificados de depósito e o giro diário de RMB em mercados *offshore* (STANDARD CHARTERED, 2019). Esse índice permite agregar as três funções da moeda vistas no primeiro capítulo – meio de troca, unidade de conta e reserva de valor – e capta a tendência geral da utilização do RMB para além das fronteiras chinesas. Como é possível constatar no Gráfico 15, há um pico da utilização do renminbi em 2015, que é prontamente revertido e leva a uma tendência de queda da utilização da moeda chinesa. Em junho de 2017, o índice caiu para 1,622, o nível mais baixo desde janeiro de 2014. Desde então, nota-se que houve uma recuperação no ano de 2018, mas ainda tímida quando comparada aos níveis de utilização do RMB em 2015.

Gráfico 15. Renminbi Globalisation Index, 2010 -2018.



Fonte: Standard Chartered (2019).

Em suma, os dados da utilização do RMB contrastam com o tamanho da China como potência econômica e comercial. Em termos teóricos, isso implica que o papel das redes transacionais, ou mesmo dos fundamentais econômicos, não são indicadores, pelo menos *a priori*, do papel internacional de uma moeda. Ou seja, eles são condições necessárias, mas não suficientes para que uma moeda assuma protagonismo internacional. O fato de a China ser a principal potência comercial do globo e liquidar somente 15% do seu comércio na sua própria moeda demonstra que o nexo entre tamanho econômico e internacionalização monetária pode ser mais complexo do que a intuição sugere. O mesmo se aplica ao fato de a China já deter o maior sistema bancário do mundo, o terceiro maior mercado de títulos e três entre as dez maiores bolsas de valores do globo e ter uma moeda que é menos utilizada para o endividamento global do que a moeda de países significativamente menores que a China.

É importante ressaltar que esses dados retratam um contexto conjuntural e a perda de tração do processo de internacionalização após o ano de 2015. A trajetória de internacionalização do RMB é recente e, como a história mostra, processos de internacionalização monetária não são lineares. Eichengreen, Mehl e Chitu (2018), por exemplo, demonstram como o dólar ultrapassou a libra esterlina como reserva de

valor nos anos 1920, para perder essa posição nos anos 1930 e recuperá-la nos anos 1940. No entanto, os dados apresentados acima indicam que a ascensão do RMB como moeda internacional enfrenta limites domésticos e estruturais. Nesse sentido, a próxima seção busca demonstrar em maior profundidade qual a configuração da economia política doméstica em torno da internacionalização do RMB.

4.3 Características centrais da economia política chinesa em torno da internacionalização do RMB

A China é um caso singular em termos de desenvolvimento econômico e social. Poucos países na história do capitalismo moderno conseguiram promover um processo sustentado de crescimento econômico aliado à modernização das cadeias produtivas e estabilidade política. A maioria dos trabalhos sobre a China identifica as “quatro modernizações” implementadas por Deng Xiaoping (agricultura, indústria, tecnologia, exército), em 1978, como o começo de um processo de abertura gradual que garantiu experimentação no campo econômico ao mesmo tempo em que a estabilidade política era mantida (FAIRBANK; GOLDMAN, 2008). Ao invés de reconstituir historicamente os passos dessa trajetória para então explicar o contexto no qual a internacionalização do RMB ocorre, procura-se identificar os traços definidores que permeiam a economia política chinesa e que são centrais para compreensão do ambiente político e institucional onde as decisões sobre o RMB são tomadas.

Nesse sentido, inicia-se com aquilo que Kroeber (2016) identifica como os três traços definidores da economia política chinesa contemporânea. O primeiro elemento que deve ser considerado é a China é um estado *burocrático-autoritário*. Ou seja, isso significa que, no contexto contemporâneo, o país não é uma ditadura (porque o poder do líder não se sobrepõe às estruturas burocráticas) nem uma democracia, dado que o PCC, o qual possui 90 milhões de filiados, é o único partido político do país que de fato ocupa posições de poder. O que diferencia a China de outras experiências autoritárias é que o regime contemporâneo conseguiu criar mecanismos de transição política estáveis, nos quais o processo decisório é formulado em consenso pelas lideranças dentro do PCC e não pela vontade incontestável de um líder, o que garante que o Estado chinês seja mais resiliente, ao mesmo tempo em que consegue se

adaptar a mudanças sem grandes traumas políticos como os vividos durante os anos de Mao no poder⁸⁰.

Em segundo lugar, esses elementos estão intrinsicamente ligados à natureza do PCC. Apesar de o partido ser, na prática, o único com poder político, isso não implica que ele não é representativo. Como mencionado anteriormente, quase 5% da população chinesa é membro do PCC e as estruturas do partido são flexíveis a demandas por representatividade dentro dos marcos estabelecidos. Para Kroeber (2016), o partido exerce controle de maneira flexível e não dogmática, dialoga intensamente com o nível provincial e possui um processo de formação de políticas públicas embasado em pesquisas e demandas concretas entre diferentes setores, o que culmina no tradicional plano quinquenal do PCC.

Por último, apesar de a China ser um Estado autoritário, que reprime minorias, dissensões políticas e diversos tipos de organização coletiva, ao mesmo tempo o país é altamente descentralizado. As províncias dispõem de autonomia e discricção elevados, principalmente no que toca o âmbito fiscal, o que explica a emergência de “zonas econômicas especiais”⁸¹ e uma constante experimentação no campo econômico. Nota-se que, por vezes, tal descentralização criou uma estrutura de incentivos para políticos provinciais que favorecia o “excesso” de investimento⁸², mas que ao mesmo tempo permitiu maior dinamismo e flexibilidade na relação entre autoridades centrais e provinciais (KROEBER, 2016).

⁸⁰ Para Mao, a China só seria uma potência uma vez que ela estivesse em revolução contínua, interpretando a instabilidade e a o desequilíbrio como condições fundamentais para gerar novas sínteses de harmonia e estabilidade. Para mais detalhes, ver Kissinger (2014).

⁸¹ As Zonas Econômicas Especiais foram experimentos nos quais havia uma diminuição dos impostos e diversos outros tipos de incentivos para que empresas se instalassem no local. Para mais detalhes, ver Fairbank e Goldman (2008).

⁸² Isso se deu principalmente por meio da criação de instituições financeiras chamadas *Local Government Financial Vehicles*, as quais permitiam que províncias utilizassem propriedades como colateral para conseguir financiamento junto a bancos públicos, o que acabou gerando uma dinâmica de sobreendividamento e investimentos sem uma análise própria de risco retorno. Para mais detalhes sobre aquilo que ficou conhecido como *Wuhu Model*, ver Sanderson e Forsythe (2013).

Esses elementos devem ser compreendidos dentro de uma lógica mais ampla da relação entre política e economia na China. Desde os tempos imperiais, o país garantia estabilidade política pela ausência de poderes políticos locais que desafiassem a dominação e liderança da autoridade central. Os motivos pela ausência de uma elite que pudesse fazer pressão ao governo são variados: fragmentação do campo chinês, ausência do princípio de primogenitura, baixa concentração de terras e força da ideia confuciana de hierarquia e subordinação⁸³. Isto é, enquanto na Europa o Estado foi criado a duras penas em um processo de contínuas guerras e compromissos entre elites rurais, aristocráticas e religiosas, na China imperial a legitimidade do imperador advinha não somente da representatividade política dos principais atores domésticos, mas da capacidade de atender às demandas concretas da população por meio de um sistema administrativo-burocrático eficiente, aliada à descentralização política em questões práticas. Portanto, o que garantia a sustentabilidade do regime era, ao mesmo tempo, uma ordem centralizadora no âmbito macro e flexível no âmbito micro (AGLIETTA; BAI, 2013).

Nos dois últimos séculos, no entanto, tal arranjo foi fragilizado por uma série de convulsões internas e externas. Como breves exemplos, pode-se elencar a Rebelião de Taiping, a Rebelião de Nian, a Revolta dos Boxers, a Revolução Nacionalista, a Revolução Comunista, a guerra civil na década de 1920 e outros conflitos e tensões no âmbito internacional com Japão, Rússia, Alemanha, França, dentre outros. Se no período que vai de meados do século XIX a meados do século XX a China experimentou períodos de fragmentação, invasões estrangeiras e profunda instabilidade institucional, o período entre a Revolução Comunista (1949) e a morte de Mao (1976) logrou restituir a autoridade central do Estado chinês e promover reformas no sentido de expandir alguns serviços básicos para a população apesar de episódios como o Grande Salto Adiante (1958–1960) e a Revolução Cultural (1966–1976) (FAIRBANK; GOLDMAN, 2008).

Após a morte de Mao, a ala que assumiu o poder dentro do PCC, liderada por Deng Xiaoping, tinha grande apreço pela estabilidade do poder político enquanto condição *sine qua non* para o desenvolvimento

⁸³ A ideia de subordinação e hierarquia se fundamenta na supremacia do grupo sobre o indivíduo e no respeito à autoridade familiar e patriarcal como unidade social central da sociedade chinesa. Nesse contexto, o interesse individual que diverge das vontades coletivas é visto como intrinsecamente negativo por quebrar a harmonia e a convergência de vontades do coletivo (AGLIETTA; BAI, 2013).

econômico. O partido buscou uma progressiva abertura e integração à economia global, sem abrir mão da autoridade política e do controle sobre as variáveis-chave da economia, com uma visão de longo prazo e com capacidade de avaliação pragmática dos seus resultados (CINTRA; PINTO, 2015). A famosa frase atribuída a Deng Xiaoping de “cruzar o rio sentindo as pedras” representa o pensamento por trás do caráter gradual, progressivo e pragmático do processo de implementação dessas reformas (FAIRBANK; GOLDMAN, 2008)

Palma (2011, p. 4-5), ao comentar a diferença entre as posturas tomadas em relação às reformas na América Latina e na Ásia, expressa de modo conciso como as duas regiões interpretaram de modo diverso a adoção das reformas de mercado propagadas pelo *mainstream* econômico:

Talvez a principal diferença entre a América Latina e a Ásia seja que, na segunda, a maioria dos atores a favor das reformas (incluindo as elites capitalistas locais, as classes administrativas e a maioria dos intelectuais – mesmo na “nova” esquerda) tem um senso diferente de identidade nacional de suas contrapartes na América Latina; eles também têm uma forte consciência histórica, e sua formulação de políticas está sempre firmemente fundamentada no mundo real. Ninguém teve de convencê-los de que na realidade há tantas distorções, falhas de mercado, falhas de coordenação (especialmente em investimentos) e fragilidades financeiras que, quando se trata da formulação de políticas econômicas, o conjunto de políticas “*first best*” do Consenso de Washington pertence a um mundo de fantasia. [...] Isso ajuda a explicar o conjunto peculiar de prioridades e a rigidez com que as reformas foram implementadas na América Latina, bem como seus resultados ruins, distintos de muitos países asiáticos – onde as reformas econômicas foram implementadas não como um esforço messiânico, mas como mecanismo pragmático para ajudar a levantar restrições econômicas e financeiras específicas, a fim de

continuar e reforçar as suas estratégias ambiciosas de industrialização existentes⁸⁴ (tradução nossa).

Nota-se, portanto, que as reformas econômicas – mas também políticas – adotadas desde 1978 não são um fim em si mesmo, como se elas apontassem para a inevitabilidade da convergência da China para padrões ocidentais de uma economia de mercado, de defesa dos direitos individuais e de democracia (AGLIETTA; BAI, 2013). Frente à ascensão de Xi Jinping ao poder, esse ponto ganha crescente relevância no contexto contemporâneo. O presidente reafirmou sua liderança dentro do partido através de uma rígida campanha anticorrupção, endureceu a repressão a grupos minoritários e busca deixar claro em seus discursos, mas também nas suas ações, que a estabilidade política e a manutenção do PCC no poder são mais importantes do que a convergência com o ocidente em um plano ideacional. Em seu discurso na comemoração dos 40 anos do processo de abertura, em dezembro de 2018, Xi Jinping foi assertivo ao afirmar que “nós [PPC] vamos reformar o que pode e deve ser reformado e não fazer nenhuma mudança onde não deveria e não pode haver qualquer reforma”⁸⁵ e ele completou o discurso dizendo que “ninguém está em uma posição de ditar ao povo Chinês o que deve ou o que não deve ser feito”⁸⁶ (CHINA DAILY, 2018, traduções nossas).

⁸⁴ *“Perhaps the key difference between LA and Asia is that in the latter most actors in favour of the reforms (including local capitalist élites, the administrative classes, and most intellectuals — even many in the ‘new’ left) have a different sense of national identity from their counterparts in LA; they also have a strong historical awareness, and their policy making is always firmly grounded in the real world. Nobody had to convince them that in reality there are so many distortions, market failures, coordination failures (especially in investment) and financial fragilities that when it came to policy-making the Washington Consensus’s set of ‘first-best’ policies belongs to a fantasy world. This helps to explain the peculiar set of priorities and the rigidity with which the reforms were implemented in LA, as well as their poor outcome, as distinct from many Asian countries — where economic reforms were implemented not as a messianic endeavour but (rightly or wrongly) as a more targeted and pragmatic mechanism to help lift specific pressing economic and financial constraints in order to continue and strengthen their existing ambitious industrialisation strategies”.*

⁸⁵ *“We will resolutely reform what should and can be reformed, and make no change where there should not and can not be any reform”.*

⁸⁶ *“No one is in a position to dictate to the Chinese people what should or should not be done”.*

Essas breves considerações sobre a economia política chinesa são importantes pois elas contextualizam o contexto mais amplo sob o qual ocorre a internacionalização do RMB. Em primeiro lugar, defende-se que a internacionalização do RMB não é a principal prioridade política nem parte de uma estratégia consensual no governo chinês para liderança monetária internacional. Os movimentos em direção à internacionalização são de caráter defensivo, ou seja, idealizados como instrumentos para lidar com problemas concretos em termos de autonomia monetária e financeira (CINTRA; MARTINS, 2013; TORRES; POSE, 2018). Portanto, seria difícil visualizar a internacionalização do RMB como objetivo hierarquicamente superior à estabilidade política ou econômica. Em certo sentido, a internacionalização da moeda chinesa faz parte de um conjunto mais amplo de mudanças na estrutura econômica chinesa, como um aumento do consumo interno, a modernização das cadeias produtivas e diminuição dos impactos industriais no meio ambiente, diminuição da dívida das províncias, dentre outras transições econômicas, políticas, ambientais e demográficas pelas quais a China passa nesse momento. A internacionalização do RMB é um elemento importante dessa transição, mas de maneira alguma o principal do ponto de vista das autoridades chinesas.

Em segundo lugar, essas considerações demonstram a dialética entre centralização e descentralização presente na formulação de políticas públicas na China. A próxima seção demonstra como o sistema financeiro chinês foi historicamente sujeito a uma série de limitações, mas que atualmente há em curso um intenso processo de liberalização e modernização do mesmo. Esse processo foi parcialmente freado frente à instabilidade que se acumulava no fim de 2015 e começo de 2016, o que mostra que as reformas não são teleológicas, como se fossem um fim em si mesmo, e formuladores de políticas econômicas não hesitam em retroceder em caso de excesso de volatilidade. Ou seja, o processo de internacionalização parece ser guiado pela máxima do “cruzar o rio sentindo as pedras”, com avanços e retrocessos, de modo gradual e experimental, sem um compromisso fixo com demandas internacionais e sempre com o objetivo da estabilidade política e econômica como norte dos formuladores de política econômica chinesa.

4.4 O processo de internacionalização da moeda chinesa

O objetivo desta seção é descrever qual foi a estratégia de internacionalização do RMB perseguida pela China, principalmente os incentivos para tornar a moeda chinesa mais “atrativa” do ponto de vista econômico. Discutem-se as principais estratégias adotadas pelos formulares de política econômica chineses para fomentar a utilização da sua moeda e o porquê, mesmo frente à crescente liberalização dos mercados domésticos, o RMB não assumiu um papel de maior relevância internacional. Na prática, de acordo com Subacchi (2016) e Kroeber (2013), as autoridades chinesas são discretas em relação à definição de uma estratégia de internacionalização e preferem utilizar o termo “fomentar a utilização do RMB para além das fronteiras”, sem explicitar de modo aberto a intenção do governo chinês⁸⁷. No site do PBC, há uma aba com o título “uso internacional do RMB”, mas não há virtualmente nenhum material, notícia ou estatística disponível.

Segundo Cohen (2015), pelo menos desde 2002 existem indícios de discussões entre os formuladores de políticas do partido sobre a possibilidade de internacionalização da moeda, e em 2006 um relatório do PBC, intitulado “O tempo, caminho e estratégias de internacionalização do RMB”, abriu caminho para que o tópico ganhasse maior atenção junto à liderança chinesa. A crise de 2008 e seus impactos na economia global e na própria China, que tinha títulos de agências estadunidenses insolventes, CDO e MBS em suas reservas, parecem ter sido decisivos para impulsionar a tendência à internacionalização da moeda (PRASAD, 2016).

Cintra e Martins (2013) defendem que o processo de internacionalização pode se verificar em pelo menos três eixos: o primeiro foi aumentar a utilização da moeda chinesa para liquidação e denominação do comércio exterior e em acordos monetários. Em segundo lugar, Pequim almeja criar um mercado *offshore* em Hong Kong com o intuito de fornecer liquidez em RMB para não residentes. Por último, buscou-se transformar Xangai em um centro financeiro global. Como os dados mostrados acima demonstraram, parte dessas iniciativas tiveram sucesso limitado, principalmente quando se leva em conta a diminuição

⁸⁷ Para Kroeber (2013, p. 39), “[...] it is probably an overstatement to say that ‘the Chinese authorities’ in general are ‘actively promoting renminbi internationalization’. [...] the offshore renminbi program appears to be almost entirely a creation of the PBC; there is little evidence of active participation by other agencies, nor does currency liberalization appear to be a significant priority of the government as a whole”.

da utilização do RMB de 2015 em diante. Nesse sentido, o objetivo desta seção é descrever brevemente quais estratégias foram tomadas e o porquê elas não conseguiram garantir um uso sustentado do RMB.

De acordo com Cintra e Martins (2013), o primeiro impulso para a internacionalização se deu por meio do estabelecimento do Programa-piloto de Liquidação do Comércio Transfronteiriço em Renminbi (*Pilot Scheme for Settlement of Cross-Border Trade in RMB*), o qual tinha como objetivo fomentar a utilização do RMB como moeda de liquidação e compensação de transações internacionais. O programa começou em cinco cidades chinesas – Xangai, Guangzhou, Shenzhen, Dongguan, e Zhuhai – e permitia que o RMB fosse utilizado para os usos mencionados acima com Hong Kong, Macau e países da Associação de Nações do Sudeste Asiático (ASEAN), sendo expandido em 2010 para incluir 20 cidades chinesas e, em 2011, para abarcar todo o país e parceiros comerciais em qualquer lugar do globo.

Como relata Subacchi (2016), as expectativas em torno da iniciativa eram bastante otimistas. Para o banco HSBC, por exemplo, as perspectivas eram de que algo entre 40% e 50% do total do comércio chinês poderia ser liquidado em RMB até 2012. No entanto, como visto no início deste capítulo, houve uma perda de espaço da moeda para a função de liquidação do comércio, principalmente após 2015. Atualmente, somente 15% do total do comércio chinês é liquidado na sua própria moeda. Além disso, como argumenta Prasad (2016), existem evidências de que a queda no interesse do RMB como moeda de denominação e liquidação de comércio exterior se dá, em grande medida, pela depreciação do RMB frente a outras moedas após 2015. Do ponto de vista teórico apresentado no segundo capítulo, e sob a luz dos dados apresentados no início do presente capítulo, nota-se que até 2015 o RMB teve espasmos de liquidez no que toca a denominação e liquidação do comércio, mas a incapacidade de sustentar uma demanda perene demonstra o caráter limitado da internacionalização da moeda.

Um segundo eixo de internacionalização da moeda chinesa foi a criação do mercado *offshore* de RMB em Hong Kong (CINTRA; MARTINS, 2013). Como visto no capítulo 2, a criação de um mercado *offshore* para dólares foi de importância central para a expansão do dólar como moeda internacional, principalmente como moeda de denominação de instrumentos financeiros. Portanto, um passo lógico na internacionalização monetária do RMB seria aumentar a liquidez por

meio do estabelecimento de centros financeiros que operassem na sua moeda. Atualmente, existem pelo menos 23 centros *offshore* de RMB⁸⁸, sendo o primeiro e principal deles Hong Kong. A motivação por trás de tal iniciativa era a de que a China poderia aumentar a liquidez do RMB para além de suas fronteiras, manter os mercados domésticos isolados da possível instabilidade financeira e, ao mesmo tempo, controlar o processo sem os riscos do excesso de volatilidade (PRASAD, 2016). Do ponto de vista do setor privado, Hong Kong possuía maiores garantias legais aos investidores, maior transparência e regras mais rígidas de governança corporativa. Nesse sentido, de acordo com Subbachi (2016), a intenção do centro *offshore* era complementar o papel da estratégia de liquidação e denominação do comércio em RMB ao criar um centro financeiro moderno, que disponibilizasse diferentes opções de investimentos em RMB e tivesse uma moeda – o RMB *offshore*, ou CNH – que fosse plenamente conversível.

De acordo com dados do Swift (2018), em novembro de 2018, Hong Kong era o principal centro *offshore* de RMB, representando 76,85% dos pagamentos realizados *offshore* na moeda chinesa. A título de comparação, o giro diário dos mercados de balcão de CNY *spot* aumentou 23,9% entre 2013 e 2016, enquanto o mercado o giro diário do mercado de CNH *spot* aumentou 207,9 % nesse mesmo período (BIS, 2018a). No entanto, a despeito da importância de Hong Kong para a estratégia de internacionalização da moeda chinesa, nota-se que também nessa esfera a demanda pelo RMB indica ter sido guiada por motivos especulativos em decorrência das oportunidades de arbitragem entre o CNY e o CNH. Nesse sentido, como apontado por Cintra e Martins (2013) e Cintra e Pinto (2015), o mercado de CNH tem mostrado elevada volatilidade em decorrência do diferencial de juros entre os mercados domésticos e os mercados de Hong Kong, além de uma dinâmica dependente das expectativas de valorização do RMB e de um descolamento dos “fundamentais” chineses. Segundo Bernes et al. (2014, p. 7, tradução nossa), “[...] muito do crescimento do mercado tem sido motivado pela arbitragem, ao invés de uma demanda fundamental de tomadores de

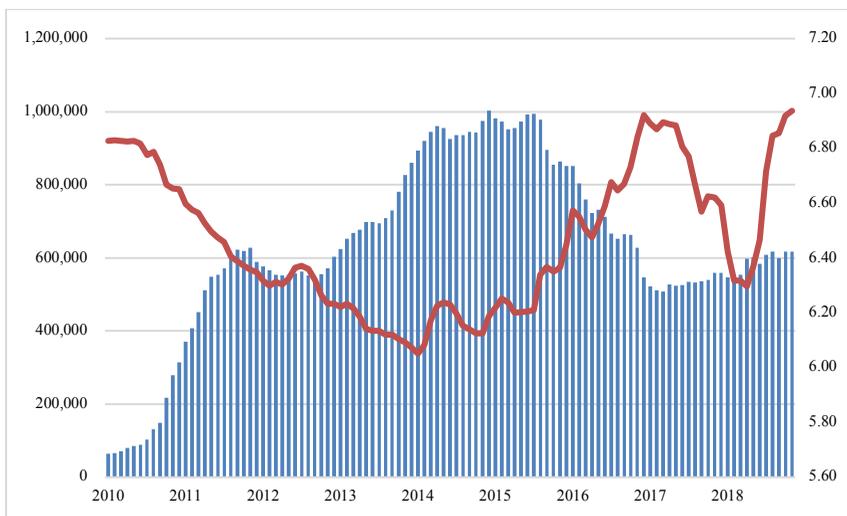
⁸⁸ De acordo com Swift (2018), são eles: Toronto, Nova Iorque, Santiago, Buenos Aires, Londres, Paris, Frankfurt, Moscou, Budapeste, Zurique, Luxemburgo, Lusaka, Johannesburgo, Doha, Dubai, Bangkok, Macau, Hong Kong, Seul, Taipei, Sydney, Singapura, Kuala Lumpur.

empréstimos não chineses por empréstimos e credores não chineses por depósitos”⁸⁹.

Como evidenciado no Gráfico 16, o número de depósitos em RMB em Hong Kong diminuiu significativamente a partir de 2015. O eixo esquerdo do gráfico retrata os depósitos em RMB em Hong Kong, enquanto o eixo direito retrata a taxa de câmbio nominal RMB/dólar. Os dados em questão demonstram como os depósitos, representados por barras azuis, aumentam de modo célere a partir de 2010 e atingem um pico de RMB 1 trilhão em dezembro de 2014, para então entrar em uma trajetória de queda. Entre dezembro de 2014 e novembro de 2018, por exemplo, houve uma queda de 38,47% dos mesmos. Nota-se que essas mudanças indicam ser influenciadas pelo movimento da moeda chinesa, representada pela linha laranja: conforme a moeda se aprecia em relação ao dólar, o número de depósitos aumenta. Por outro lado, quando a moeda se deprecia, há uma diminuição dos depósitos. Evidentemente, as causas que justificam a diminuição dos depósitos em Hong Kong podem ser múltiplas, mas as evidências indicam que, como argumentado na parte teórica, o RMB ainda tem sua demanda influenciada de modo decisivo pela sua apreciação e não necessariamente pelos papéis que o mesmo desempenha.

Gráfico 16. Depósitos em renminbi em Hong Kong, 2010–2018 (RMB bilhões)/Taxa de câmbio CNY/USD.

⁸⁹ [tradução nossa] “[...] *much of the growth of that Market has been driven by arbitrage, rather than fundamental demand by non-China borrowers for RMB loans and non-China lenders for RMB deposits*”.



Fonte: HKMA (2019); FRED (2019). Elaboração própria.

O terceiro eixo da internacionalização do RMB consistiu na crescente liberalização da conta capital e do sistema financeiro doméstico. Existe uma parte significativa da literatura que interpreta esse terceiro eixo como a principal força por trás da internacionalização do RMB (KROEBER, 2013; YONGDING, 2015). O PBC e suas autoridades teriam interesse direto na internacionalização da moeda chinesa porque tal estratégia funcionaria como um “cavalo de troia” para forçar a maior liberalização do sistema financeiro doméstico, assim como a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC), em 2001, incentivou o país a convergir em diversas esferas com padrões internacionais de livre comércio (PRASAD, 2016; SUBACCHI, 2016).

Nota-se, no entanto, que a reforma que as autoridades do PBC buscam não decorre de uma visão de mundo fundamentalmente liberal, que busca a reforma como objetivo em si mesmo, mas como meio para alcançar crescente espaço na condução da política monetária e da consolidação institucional do PBC como órgão independente. De acordo com a legislação chinesa, o PBC ainda é formalmente subordinado ao Conselho de Estado e deve ter suas decisões de maior importância referendadas pelas autoridades políticas. Portanto, por meio da internacionalização da moeda, o banco central busca incentivar maior autonomia institucional, além de maior liberdade na determinação da taxa de câmbio e no acúmulo de reservas, aspectos que constroem a eficácia

da política monetária doméstica e que garantiam maior independência ao banco central (CHEY; LI 2016).

Dois aspectos merecem destaque em relação a esse ponto. O primeiro é que, em linha com o que foi exposto no primeiro capítulo, a internacionalização monetária pode *aumentar* a autonomia dos bancos centrais, e não a constranger. No caso da China, onde o Banco Central não goza de autonomia formal, deve intervir constantemente no mercado cambial e acumular uma quantidade elevada de reservas, uma potencial internacionalização daria maior liberdade às autoridades monetárias de perseguir outros objetivos de política econômica (CHEY; LI, 2016).

Em segundo lugar, essas questões estão relacionadas à configuração doméstica da economia política chinesa. Como visto anteriormente, o modelo de desenvolvimento chinês dependeu de uma interação entre o controle dos custos do crédito e do crescimento baseado nas exportações, o que implica que existem interesses consolidados na manutenção do controle do Estado chinês sobre determinadas variáveis, como juros e câmbio. Esses interesses se manifestam principalmente no Ministério das Finanças, no Ministério do Comércio, e na Comissão Nacional de Desenvolvimento e Reforma Estatais, os quais defendem, em linhas gerais, a manutenção do *status quo*. Por outro lado, o PBC, mas também bancos comerciais privados e outros setores “liberais” defendem uma maior abertura e liberalização do setor financeiro, da conta de capitais e da taxa de câmbio (JIANG, 2014).

As configurações dos diferentes interesses em torno das reformas da China são amplamente mais complexas do que esse breve retrato feito aqui. O jogo de poder entre o setor privado, as estatais e a liderança do PCC é um objeto de estudo que vai para além dos objetivos da presente pesquisa. No entanto, o importante a salientar é que, dos três eixos da internacionalização do RMB, a liberalização da conta capital e do sistema financeiro são os tópicos mais contestados do ponto de vista da economia política doméstica por envolverem questões distributivas contenciosas. Do ponto de vista dos bancos estatais, por exemplo, a entrada de bancos estrangeiros pode comprimir as margens de lucro. Para as grandes estatais, os custos de capital podem aumentar em decorrência da diminuição de empréstimos subsidiados. Para o governo, o controle sobre determinadas variáveis garante maior margem de manobra frente a crises e autonomia financeira em face de pressões internacionais, o que é importante do ponto

de vista da estabilidade e sustentação do regime⁹⁰. Essas considerações sobre a economia política doméstica auxiliam a compreensão do desafio que é a abertura do sistema financeiro chinês, o qual desempenhou um papel central do ponto de vista da estratégia de desenvolvimento do país (JIANG, 2014).

A China possui um sistema financeiro que é concentrado do setor bancário. Na clássica denominação de Zysman (1983), existem três tipos de sistemas financeiros: o primeiro é um sistema financeiro baseado no mercado de capitais, no qual as empresas se financiam em longo prazo por meio da emissão de títulos e os bancos são utilizados principalmente para financiamento de curto prazo ou empréstimos para consumo, exemplificado pelos sistemas financeiros dos EUA e do Reino Unido. Um segundo tipo é um sistema financeiro baseado no crédito, no qual os bancos desempenham um importante papel na concessão de empréstimos e o governo administra um conjunto de preços com o intuito de fomentar a atividade econômica, como o sistema financeiro japonês. Um terceiro tipo é aquele no qual os bancos são os principais atores de um sistema financeiro, mas o governo não atua diretamente na manipulação de preços e no direcionamento de crédito, como no sistema financeiro alemão.

Nesse contexto, o sistema financeiro chinês pode ser enquadrado como uma variação do segundo modelo descrito por Zysman (1983), no qual o controle sobre o sistema financeiro é de significativa importância para a estratégia mais ampla de desenvolvimento industrial. Ao permitir a canalização de fundos, por meio dos cinco grandes bancos públicos⁹¹, para projetos e áreas estratégicas, o sistema financeiro chinês atuou como ferramenta para alcançar os objetivos de desenvolvimento do país, o que permitiu uma taxa de investimento elevada, modernização produtiva e estabilidade no financiamento de projetos de longo prazo⁹². Do ponto de vista da economia neoclássica, pode-se argumentar que essa configuração do sistema financeiro incentiva a distorção de preços e a ineficiência na

⁹⁰ Nas palavras de Xi Jinping, “A segurança financeira é uma parte importante da segurança nacional” (REUTERS, 2017).

⁹¹ Os grandes cinco bancos são o *Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC), criado em 1984, o *Bank of China* (BoF), criado em 1912, *China Construction Bank*, formado em 1954; *Agricultural Bank of China*, criado em 1979, e o *Bank of Communications* (BCcomm), estabelecido em 1987.

⁹² É importante reforçar que o sistema financeiro chinês ocupa um lugar central na economia política doméstica e é bastante complexo, tanto nas suas instituições quanto nas suas práticas. Para uma interpretação do papel que o mesmo desempenhou como ferramenta de desenvolvimento, ver Santos e Barbieri (2016).

alocação de crédito, o que de fato ocorreu na China em larga escala durante os anos 1980 e 1990⁹³. No entanto, quando posto em perspectiva, o sistema financeiro chinês foi exitoso em garantir tanto a estabilidade macroeconômica quando os instrumentos necessários para uma estratégia de *catch-up* bem-sucedida (SANTOS; BARBIERI, 2016).

Atualmente, a estrutura do sistema financeiro chinês é bastante diversificada se comparada às décadas passadas. O setor bancário ainda predomina, sendo que os cinco grandes bancos estatais detêm 40% de todos os ativos do sistema financeiro (CBRC, 2016). No entanto, uma série de medidas foram implementadas para aumentar a eficiência do setor, como a abertura do capital dos principais bancos em bolsas de valor, um aumento dos empréstimos para consumo e diminuição dos empréstimos para companhias estatais, maior rigidez na administração de riscos, importação de práticas internacionais no que toca à governança corporativa e avanços nos marcos regulatórios do setor. Não obstante, no ano de 2015, duas medidas importantes foram tomadas. A primeira foi a criação de um esquema de segurança aos depósitos (similar ao Fundo Garantidor de Crédito brasileiro) e a remoção do limite superior de juros nos depósitos, o que consolida tanto a segurança dos investidores quando o papel do mercado na determinação do preço do crédito (ALLEN; QIAN; GU, 2017; KROEBER, 2016).

Para além das mudanças no setor bancário, reformas nos mercados de capitais também foram céleres. Em relação ao acesso de estrangeiros às bolsas de valores, por exemplo, já em 2002 foi estabelecido o programa de Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado (*qualified foreign institutional investor* – QFII), que permitia instituições estrangeiras converter dólares em RMB e investir nos mercados acionários chineses *A-share*. Para uma instituição conseguir a licença de QFII, ela deveria satisfazer uma série de exigências, como uma determinada quantidade de ativos sobre administração, um *status* financeiro saudável, histórico de governança corporativa positiva, não

⁹³ A China enfrentou uma crise de *non performing loans* nos balanços dos bancos estatais no fim dos anos 1990, o que forçou as autoridades a transferir os empréstimos tóxicos para uma estrutura financeira responsável por reciclá-los, ao mesmo tempo em que dinheiro do tesouro e de outros investidores privados foi utilizado para recapitalizar os bancos. Para mais detalhes sobre esse processo, ver Kroeber (2016).

deter mais do 30% das ações de uma empresa chinesa e manter os investimentos por um tempo mínimo (PRASAD, 2016). No entanto, progressivamente essas demandas foram diluídas. Até 2007, por exemplo, a quota máxima do programa era de US\$ 30 bilhões. Em janeiro de 2019, essa quota havia sido aumentada para nada menos do que US\$ 300 bilhões, ao mesmo tempo em que algumas das restrições em relação à permanência e níveis mínimos de capital foram levantadas (CHINA DAILY, 2019a).

Um outro programa complementar ao QFII é o programa de Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado em renminbi (*Renminbi qualified foreign institutional investor* – RQFII), o qual permite a investidores utilizar RMB *offshore* para investir diretamente nos mercados continentais sem precisar converter os fundos em moeda estrangeira em CNY. Há também o *Shanghai-Hong Kong Stock Connect* (SHKSC), programa lançado em 2014, que permite a investidores na China continental adquirir ações da bolsa de Hong Kong e investidores estrangeiros acessarem a bolsa de Xangai. De modo complementar, o *Mutual Fund Connect* (MFC), outro programa, este lançado em 2015, permite a fundos oferecer produtos financeiros em Xangai e em Hong Kong para investidores de diferentes países (PRASAD, 2016).

No mercado de títulos da dívida uma série de medidas oficiais também buscou facilitar o acesso de investidores estrangeiros. A China tem dois mercados de títulos da dívida: o doméstico, no qual são emitidos os títulos conhecidos como *Panda Bonds*, e o mercado *offshore* em Hong Kong, em que são emitidos os *Dim Sum Bonds*⁹⁴. Em 2015, bancos centrais, fundos soberanos e instituições financeiras internacionais passaram a poder acessar o mercado de títulos interbancário doméstico sem pré-aprovação das autoridades e, em 2017, foi lançado o *Bond Connect*, que retira restrições em relação ao período de permanência mínima dos investidores e a quotas individuais, além de permitir a investidores em Hong Kong operar nos mercados *onshore* sem ter de abrir contas de custódia e liquidação e permite a investidores acessar o mercado de derivativos domésticos. Outro passo importante na liberalização dos mercados chineses foi a inclusão dos títulos domésticos em índices globais de títulos da dívida de países emergentes, como o *Bloomberg*

⁹⁴ O mercado de *Dim Sum Bonds* sofreu uma brusca queda em termos de capitalização de mercado. No fim de 2018, o estoque de títulos emitidos era de CNY 500 bilhões, 40% a menos do que o pico do mercado em 2015 (CASTELLI, SALMAN, 2018b)

*Barclays Global Aggregate Index (BBGAI)*⁹⁵ e no *J.P Morgan's GBI-EM Index* (CASTELLI; SALMAN, 2018b).

Essas considerações demonstram que a China contemporânea não é mais “fortaleza” em termos financeiros, inclusive já sendo mais financeiramente desenvolvida do que outros países emergentes. De acordo com o índice de desenvolvimento financeiro desenvolvido pelo FMI, que mede a profundidade, a acessibilidade, a eficiência dos mercados e instituições financeiras de cada país, em 2016, a China (0.65) superava outros países emergentes como o Brasil (0.57), Índia (0.41), Rússia (0.51) e Turquia (0.50), mas ainda ficava distante da Suíça (0.94), da Espanha (0.88) e dos EUA (0.87), os três primeiros colocados (FMI, 2019a). Não obstante, apesar de a China ter assumido uma série de medidas para liberalizar seus mercados e já possuir mercados acionários e de títulos da dívida entre os maiores do mundo, como evidenciado anteriormente, a participação de investidores estrangeiros nos mesmos é baixa em comparação a de outros mercados. Nos mercados acionários, somente 2,4% do total da capitalização de mercado é propriedade de estrangeiros, enquanto no mercado de títulos esse valor é 1,6%. Nos EUA, por exemplo, esses valores são, respectivamente, 34,8% e 27,6% (CERUTTI; OBSTFELD, 2018).

Outro aspecto que merece destaque na trajetória de liberalização da conta capital e do sistema financeiro são as reformas no regime cambial chinês. De 1994 a 2005, o país teve um regime cambial fixo e atrelado ao dólar, o qual foi abandonado para dar lugar a um regime cambial de administração controlada com base numa cesta de moedas. A partir de agosto de 2008, novamente o regime voltou a ser fixo e, em junho de 2010, após a passagem da fase mais profunda da crise financeira internacional, a China voltou a adotar um regime de administração controlada, o qual permitia que o RMB flutuasse em torno de uma paridade central definida pelo PBC de acordo com a cesta de moedas de referência (PRASAD, 2016).

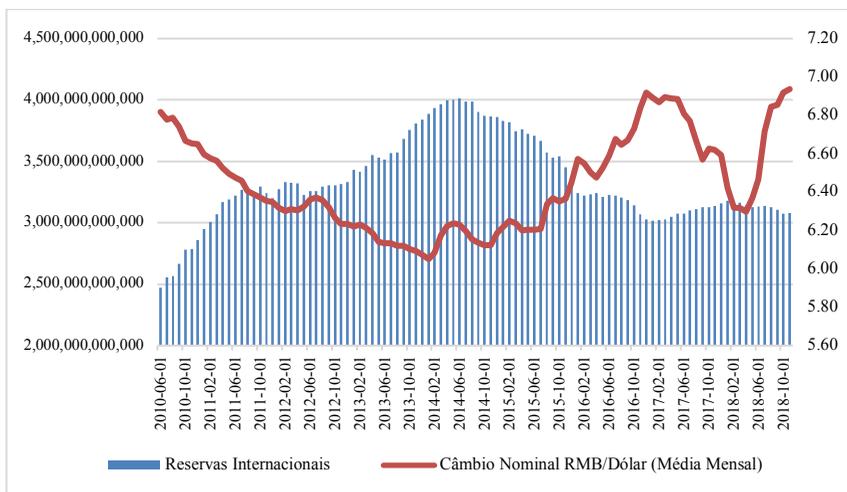
Em 11 de agosto de 2015, o PBC decidiu que a paridade central seria definida não arbitrariamente pelas autoridades monetárias, mas pela taxa do final do pregão do dia anterior no mercado de FX de Xangai. Ou seja, o PBC adotava uma estratégia de maior flexibilidade e de influência do mercado na determinação da taxa de câmbio, a qual poderia flutuar

⁹⁵ Os títulos chineses só vão ser oficialmente incluídos a partir de abril de 2019.

dentro da banda estabelecida de 2% mas acumular as pressões de desvalorização/apreciação dos dias anteriores. No entanto, a mudança foi vista como um sinal de que a China adotava uma estratégia de desvalorização do câmbio para impulsionar as exportações, o que levou a uma queda de 3% no RMB em dois dias e acabou culminando num período de profunda instabilidade e depreciação da moeda nos meses seguintes (Gráfico 16) (PRASAD, 2016). Em janeiro de 2016 uma nova regra foi implementada, na qual a paridade central seria definida em referência à taxa bilateral de RMB-dólar e uma taxa “teórica” do RMB, e em 2017 um “fator contracíclico” também foi adicionado, tendo sido abandonado em janeiro de 2018 (YONGDING, 2018).

Esse episódio de mudança do regime cambial demonstra a dificuldade de realizar reformas liberalizantes em um contexto no qual a demanda “estrutural” pela moeda é volátil e incertezas internacionais aumentam a preferência pela liquidez dos investidores. A ironia desse exemplo é que após décadas de pressões por parte dos EUA e de instituições financeiras internacionais para que a China adotasse um regime cambial mais flexível, quando o país finalmente tomou um passo decisivo nessa direção, o mercado reagiu de maneira negativa. O custo para que a China freasse a trajetória de depreciação foi alto: aproximadamente US\$ 1 trilhão em reservas internacionais, como evidenciado no Gráfico 16. Outra ironia desse episódio é que a moeda chinesa se desvaloriza frente ao dólar após o início das tensões comerciais com os EUA por influência das forças de mercado, e não por intervenção do banco central. Essa é uma das razões pelas quais o déficit comercial dos EUA junto à China aumentou desde o início das sanções, como evidenciado no capítulo 2.

Gráfico 17. Reservas Internacionais da China (US\$)/taxa de câmbio nominal RMB/dólar, 2010–2018 (Média mensal).



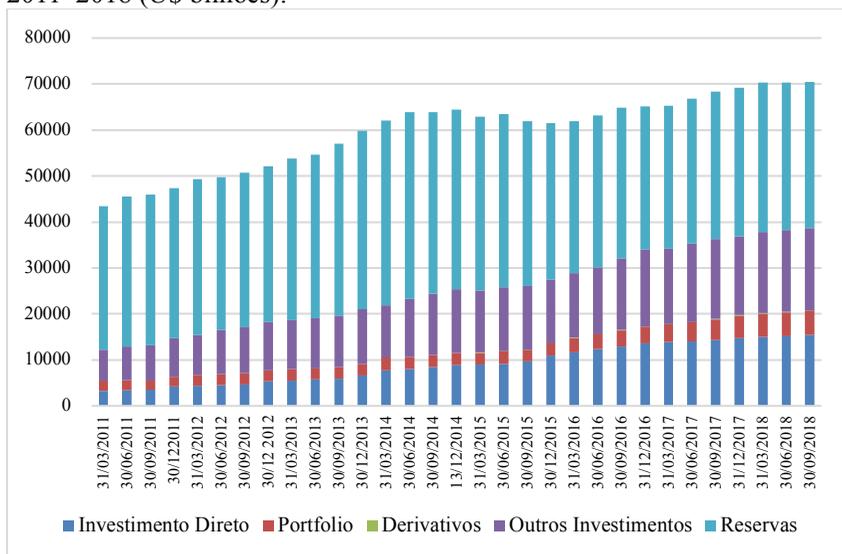
Fonte: FRED (2019). Elaboração própria.

É importante salientar que o processo de liberalização do regime cambial chinês se dá em um contexto internacional de incertezas. Os dados demonstram como o RMB vem numa trajetória de contínua apreciação até o episódio conhecido como *paper tantrum*, em 2013, no qual o então presidente do FED, Ben Bernanke, anunciou o início da normalização da política monetária estadunidense. Como evidenciado no capítulo 2, esse período foi marcado pelo aumento da taxa básica de juros dos EUA, aliado à queda do preço do petróleo, incremento das incertezas geopolíticas e diminuição da propensão ao risco dos investidores, elementos que tiveram um papel decisivo na direção dos fluxos de capitais globais (ver Gráfico 9). Portanto, pode-se inferir que a instabilidade que acompanhou a liberalização do regime cambial está, em larga parte, associada mais aos fatores risco e à reversão do ciclo global de liquidez do que aos “fundamentais” chineses.

Por fim, uma maneira de constatar a posição que a China ocupa em termos de integração às finanças globais é analisar o seu perfil de investimento internacional. Como exposto no capítulo 2, o nível de endividamento em moeda estrangeira e o tipo de endividamento são elementos centrais na determinação da fragilidade de um determinado país frente a mudanças na preferência pela liquidez de investidores internacionais. Não obstante, o papel do país como credor internacional é

determinante no que tange a internacionalização de uma moeda. Como evidenciado nos gráficos 17 e 18, a China é um credor internacional dado que o estoque de seus ativos (US\$ 7,04 trilhões) é maior que o estoque dos seus passivos (US\$ 5,3 trilhões), o que implica que a China tem US\$ 1,7 trilhão a mais de ativos sobre o resto do mundo do que ativos de não residentes sobre chineses.

Gráfico 18. Posição internacional de investimento da China – Ativos, 2011–2018 (US\$ bilhões).

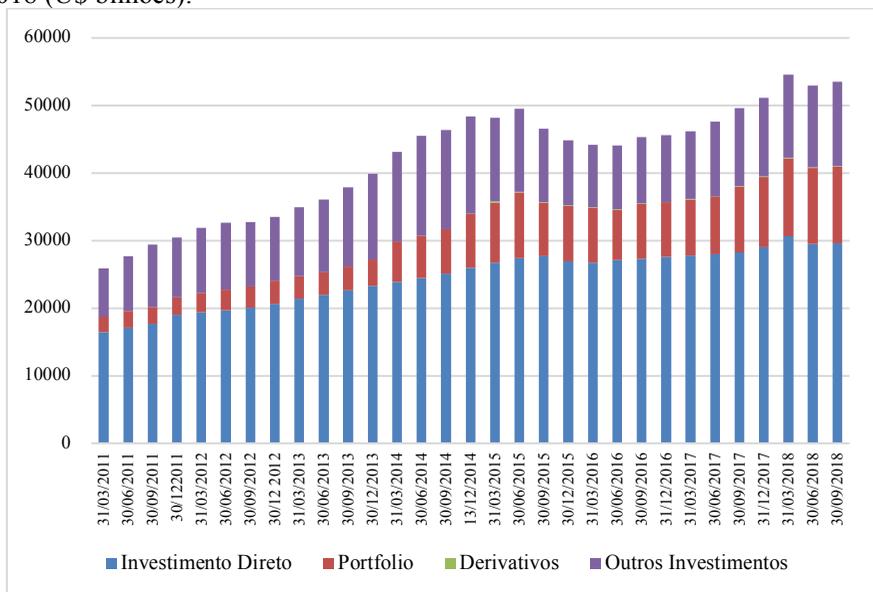


Fonte: SAFE (2019). Elaboração própria.

Atualmente, os passivos e ativos da China somados já representam aproximadamente 100% do seu PIB, o que indica a importância dos balanços chineses junto ao resto do mundo. Do ponto de vista dos ativos, como evidenciado no Gráfico 18, há uma diminuição significativa das reservas oficiais e um aumento da categoria outros investimentos (depósitos, moedas, empréstimos, seguros, crédito para comércio, outros recebíveis) e do investimento direto estrangeiro (IDE). Isso implica que há uma diminuição da aquisição de papéis de baixa rentabilidade e baixo risco (típicos da acumulação de reservas) e uma maior importância da China como investidor global, tanto como fonte de IDE, mas também como fonte de outros tipos de empréstimos e financiamento. Como será abordado em maiores detalhes na próxima seção, esses dados são

consistentes com a expansão internacional do sistema financeiro chinês e com a crescente tendência do transbordamento do capital chinês para além das suas fronteiras.

Gráfico 19. Posição internacional de investimento da China – Passivos, 2011–2018 (US\$ bilhões).



Fonte: SAFE (2019). Elaboração própria.

Do ponto de vista dos passivos chineses, tem-se um retrato da inserção financeira “limitada” que a China promoveu nas últimas décadas, mas também indícios de uma mudança gradual em relação ao perfil dos passivos. Historicamente, a China adotou uma postura de integração financeira controlada, na qual fluxos de capitais de curto prazo eram evitados e fluxos de capitais de longo prazo tinham que atender a uma série de demandas para serem aceitos. No entanto, conforme a China começou a liberalizar seus mercados, como retratado nesta seção, nota-se que há uma crescente importância dos fluxos de portfólio nos passivos chineses. Enquanto no primeiro trimestre de 2011 os investimentos em portfólio representavam 8,85% do passivo chinês, no terceiro trimestre de

2018 eles representavam 21,1%. Como visto anteriormente, a participação estrangeira nos mercados de capitais chineses é ainda limitada, e a dívida externa bruta como proporção do PIB é relativamente baixa (14%), mas os dados demonstram que há uma crescente importância de fluxos de capitais mais voláteis para China e um aumento da exposição ao ciclo global de liquidez (SAFE, 2019).

Essas constatações sobre o perfil da liberalização e integração financeira da China trazem importantes indícios do porquê o RMB não se tornou uma moeda mais utilizada apesar da importância da China em outras esferas da economia internacional. Por um lado, a baixa penetração de dívida externa de curto prazo foi um fator que isolou a China de experiências como as do sudeste asiático em 1997 (SANTOS; BARBIERI, 2016). Não obstante, essa integração restrita não indica ter sido uma barreira a acumulação de capital, o que demonstra que a causalidade entre abertura da conta capital e desenvolvimento econômico, principalmente nas primeiras etapas de do processo de *catch-up*, não parece se verificar (CAVALLO; EICHENGREEN; PANIZZA, 2017). De qualquer modo, essa integração seletiva à globalização financeira permitiu à China uma inserção diferenciada a de demais países emergentes, mas ao mesmo tempo criou obstáculos para a conversibilidade da sua moeda, para o acesso de estrangeiros ao seu sistema financeiro e para internacionalização do RMB.

O processo descrito nessa seção é uma tentativa de, gradualmente, facilitar o acesso de estrangeiros à moeda chinesa. No entanto, como demonstrado no capítulo 2, uma maior liquidez do sistema financeiro não garante que a moeda se torne uma moeda líquida. Ao remover barreiras de entrada ao capital de curto prazo, quotas máximas de investimento, períodos mínimos de permanência, dentre outras limitações aos fluxos de capitais, a China facilitou a demanda de estrangeiros pela sua moeda, mas também tornou o país mais vulnerável ao ciclo global de liquidez. Este último, como demonstrado no trabalho de Cerutti, Claessens e Puy (2015), não depende dos fundamentais chineses, da profundidade dos mercados de capitais ou de mudanças institucionais que a China possa implementar, mas de fatores de risco globais, da política monetária estadunidense, da taxa de câmbio do dólar e de outros fatores que impactam na preferência pela liquidez dos investidores internacionais.

Os canais por meio dos quais esses fatores são transmitidos para a economia internacional são diversos, mas decorrem de um elemento central da arquitetura do SMI contemporâneo: que o dólar é ainda a principal moeda de endividamento, de reserva de valor, de denominação

e liquidação do comércio e *safe haven* em momentos de incerteza. Isso não implica que o RMB não possa escalar também alguns degraus da hierarquia monetária. A abertura do mercado de títulos, por exemplo, é um passo importante para que mais agentes se financiem em RMB e para que os títulos chineses possam integrar carteiras globais e reservas internacionais de bancos centrais. No entanto, a porcentagem de estrangeiros nos mercados de capitais chineses é ainda ínfima, assim como a de títulos chineses nos portfólios privados e públicos, como visto na seção 4.2.

Não existem caminhos predeterminados para a internacionalização monetária, pelo menos do ponto de vista econômico. Esse capítulo buscou defender o argumento de que, em um contexto de financeirização global, cada vez menos importam os “fundamentais” macroeconômicos e assumem maior importância os traços da inserção individual de cada país na globalização financeira, principalmente sua exposição à dívida estrangeira de curto prazo e a liquidez dos mercados domésticos. Em outras palavras, países emergentes e periféricos podem ter “espasmos” de demanda pela sua moeda, mas estruturalmente ela ainda será subordinada a dinâmicas exteriores à conjuntura econômica doméstica. Portanto, tratar a internacionalização do RMB somente como um fenômeno do lado da oferta – isto é, como se a demanda do RMB aumentasse caso determinadas reformas fossem implementadas – é uma abordagem que não consegue compreender as nuances e contradições da hierarquia monetária internacional contemporânea.

Nesse sentido, discorda-se dos argumentos propostos por Eichengreen, Mehl e Chitu (2018), os quais defendem a emergência de um SMI onde diversas moedas podem desempenhar diversos papéis em decorrência dos avanços tecnológicos e o dólar perde importância relativa frente a um SMI multipolar. Essa visão é fundamentalmente equivocada por ignorar o padrão hierárquico que permeia as relações monetárias internacionais, principalmente em momentos de crise e instabilidade. Assim como passivos privados perdem sua função monetária em momentos de incerteza, moedas periféricas também perdem suas funções monetárias quando a liquidez do sistema é exaurida. Dado que todos os agentes, sejam eles privados ou públicos, devem honrar suas dívidas, e para isso eles devem ou ter fluxos de caixa suficientes ou ter a capacidade de assumir mais empréstimos, a tendência é que uma só moeda esteja tanto dos lados dos passivos quanto dos ativos dos balanços, caso o

contrário o risco de descasamento monetário aumenta o risco de liquidez e de solvência. Em suma, a tendência do SMI é fortemente centralizadora, marcada por um processo de *path dependence* e de dinâmicas que reforçam o papel de uma divisa central.

Essa tendência centralizadora, no entanto, está sempre em contradição com uma força expansiva, marcada pelo relaxamento dos constrangimentos monetários e da abundância de liquidez (GUTTMANN, 2016). Nessa fase do ciclo, as moedas periféricas – e nelas o RMB – parecem assumir papéis antes reservados as moedas do topo da pirâmide, mas, como mencionado anteriormente, esta demanda é condicionada ao estado de expectativas dos diversos agentes que tem passivos a serem honrados na moeda central do SMI e formam suas expectativas não a partir dos fundamentais macroeconômicos. Ou seja, as evidências analisadas nessa pesquisa indicam que moedas periféricas podem fazer parte de portfólios globais, denominar dívida internacional ou desempenhar outras funções, mas esses papéis são não perenes. O RMB é um exemplo elucidativo. Mesmo após a China ter quase 30% do seu comércio liquidado na sua própria moeda, tal porcentagem caiu pela metade quando as expectativas de apreciação do RMB cessaram. Como abordado anteriormente, essa mesma dinâmica ocorreu em virtualmente *todos* os papéis internacionais da moeda chinesa após 2015.

Isso não implica que o RMB não possa recuperar ou até superar sua importância de modo célere, ou que a internacionalização da moeda chinesa não tenha em si uma dimensão que desafia as estruturas consolidadas da hierarquia monetária internacional. Parte-se da hipótese de que, por mais que haja certa indiferença do mercado em relação à internacionalização do RMB, há uma dimensão política no que tange a ascensão chinesa na ordem monetária global, ainda que as limitações mencionadas nesse capítulo impeçam que a China desfrute do mesmo tipo de poder – tanto de influência como de autonomia – que os EUA têm. Neste sentido, a próxima seção busca aprofundar a discussão sobre como a internacionalização do RMB se traduz em poder monetário.

4.5 O *statecraft* da internacionalização do renminbi: a segunda face do poder estrutural

Como abordado no primeiro capítulo, a questão do poder monetário nas EPI é um tópico que assume diferentes interpretações. Em linha com o que foi exposto até o presente momento, argumenta-se que, a despeito da incapacidade da China de incentivar a demanda de mercado

pela sua moeda, a ascensão monetária do país pode ser encarada como uma forma de segunda face do poder estrutural. Isto é, segundo a definição de Strange (1988), poder estrutural é a capacidade de moldar as estruturas nas quais outros atores interagem e definir o limite de ações possíveis dentro dessa configuração. No entanto, o conceito de Strange (1988) também permite uma interpretação mais sutil de uma segunda face do poder estrutural, na qual um determinado ator oferece opções e escolhas que de modo contrário não estariam disponíveis dentro de uma determinada estrutura. Nesse sentido, defende-se um tipo de versão de poder positivo, no qual as relações de poder não são entendidas como constrangimento à ação de outros atores, mas como elemento que garante mais margem de manobra dentro de uma estrutura que impõe diversos constrangimentos de ordem financeira e monetária a países emergentes e em desenvolvimento.

Esse é um conceito chave para compreender os impactos mais amplos da internacionalização do RMB. A China não nega a ordem contemporânea e oferece uma alternativa fora dos marcos estabelecidos de uma hierarquia monetária internacional financeirizada, mas ela oferece alternativas dentro desta ordem que, na prática, aumentam o leque de opções para outros atores. Um país emergente, por exemplo, pode firmar um acordo bilateral de *swap* com o PBC, pode demandar empréstimos de longo prazo para financiamento de infraestrutura com menores condicionalidades do que as do Banco Mundial, pode buscar maior representatividade dentro de instituições como o Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura, dentre outros exemplos. Na prática, esses atores ainda vão depender do dólar, mas eles ganham mais margem de manobra dentro da arquitetura financeira-institucional existente.

Defende-se que a expansão da segunda face do poder estrutural chinês se dá fundamentalmente em duas vias: a primeira consiste em ganhar crescente influência em instâncias multilaterais lideradas pelo ocidente, como o FMI. A segunda consiste em criar instituições e estruturas paralelas às existentes. Defende-se a hipótese de que essa seria uma via direta de internacionalização, isto é, uma na qual os incentivos para a adoção do RMB por parte de outros atores não se dão em decorrência das vantagens econômicas da moeda em si, mas dos estímulos políticos das autoridades chinesas. Essa perspectiva dialoga com aquilo que foi exposto no primeiro capítulo em relação aos determinantes da internacionalização monetária. Parte importante da ascensão de uma

moeda ao *status* de moeda internacional advém do papel político que o país em questão assume e como ele constrói alianças que fomentem a utilização da sua divisa.

Do ponto de vista da primeira via da estratégia de internacionalização do RMB, três eventos merecem destaque: (i) o incremento do poder de voto da China dentro do FMI; (ii) o fato de um cidadão chinês, Tao Zhang, ter assumido o papel de subdiretor geral no FMI; e (iii) a inclusão do RMB na cesta de Direitos Especiais de Saque. Em relação ao primeiro, em 2010 havia sido aprovada uma mudança nos direitos de voto dentro do FMI na qual China e outros países emergentes teriam direito a maior representatividade. Em decorrência de contínuas manobras para atrasar a implementação das mudanças por parte dos EUA, que dependiam da aprovação do congresso para tal, em 2016 finalmente as mudanças entraram em vigor e a China passou de quota de 3,81% para 6,16% do total. Após a reforma, a China passou a possuir a terceira maior cota, atrás dos EUA (16,73%) e do Japão (6,23%). Um segundo avanço da China dentro do fundo foi ter conseguido garantir o posto de Tao Zheng como subdiretor geral da instituição, o qual segue outro cidadão chinês, Min Zhu, que ocupou o mesmo posto de 2011 a 2015. Apesar de simbólico, o fato de que tecnocratas chineses ocupem posições de comando dentro do FMI indica uma busca da instituição por maior representatividade dentro dos seus quadros (PRASAD, 2016).

Mais importante do que o aumento das quotas ou a presença de chineses no corpo tecnocrático do FMI foi a inclusão do RMB na SDR do FMI. Em 2009, o então diretor do PBC Zhou Xiaochuan havia publicado o artigo “Reforma no Sistema Financeiro Internacional” no site do banco central, no qual o economista apontava as contradições que derivavam da dependência global do dólar e da necessidade da existência de um instrumento de reserva de valor que fosse supranacional e descolado das necessidades da política monetária doméstica de um determinado país. Desde então, a inclusão do RMB para a SDR se tornou uma pauta de países emergentes que pressionavam pela reforma do SMI e, em 2015, a moeda foi aceita como a quinta moeda a compor a cesta junto ao dólar, o euro, o yen e a libra esterlina. Na prática, como visto em maiores detalhes no segundo capítulo, a liquidez de qualquer ativo é muito importante do ponto de vista da sua utilidade em portfólios globais, portanto, o SDR não é uma verdadeira moeda, mas do ponto de vista simbólico ter a moeda chinesa incluída à cesta foi de grande importância para a imagem do RMB como moeda global.

Esses avanços não se traduzem em mudanças estruturais dentro do FMI ou de outras instâncias de governança monetária internacional. Do ponto de vista prático, a segunda via da ascensão monetária chinesa – a criação de uma estrutura paralela às instituições de *Bretton Woods* – indica ter um potencial maior no que toca a segunda face do poder estrutural. Ao liderar a criação de estruturas e instituições, a China tem uma maior capacidade de liderança dentro das mesmas e de ditar os contornos monetários que elas vão assumir. Essas iniciativas se deram em diferentes frentes.

Uma iniciativa importante para desafiar o monopólio das estruturas financeiras de pagamentos e liquidação – as quais são fundamentais do ponto de vista do poder monetário, como mencionado no cap. 2 – foi a criação um sistema análogo ao americano CHIPS, o CIPS (*China Cross Border Internacional Payment System*), um sistema de pagamentos interbancário que envolve 31 participantes diretos e 745 participantes indiretos. Do ponto de vista estratégico, possuir um sistema de pagamentos independente concede a China maior autonomia, principalmente de sanções, bloqueios e espionagem por parte dos EUA. Do ponto de vista econômico, o sistema facilita a utilização do RMB, reduz custos de transação, padroniza mensagens e torna o acesso ao sistema de pagamentos doméstico mais simples (BNP, 2018). Como abordado anteriormente, não só sistemas de pagamento foram utilizados como instrumentos de pressão, mas também bandeiras de cartão de crédito como Visa e Mastercard. Nesse sentido, além de já possuir um sistema de pagamentos internacional moderno, a China também já possui seu próprio cartão de crédito global, a UnionPay, criado em 2002, cartão que já é aceito em 174 países e pode ser emitido em 51 deles. Ao todo, a empresa já emitiu 6 bilhões de cartões de crédito, mais do que a Visa e Mastercard somados (FT, 2018). Para complementar essa arquitetura financeira, a China também lançou, em conjunto com uma empresa estadunidense e outra russa, em 2013, a sua própria agência de avaliação de risco, a *Universal Credit Rating Group* (UCRG), que visa competir com as três principais agências de avaliação de risco ocidentais – Fitch, Standard and Poor's, Moody's.

Do ponto de vista monetário, essas iniciativas são importantes por quebrar o relativo monopólio de empresas ocidentais em relação à estrutura de pagamentos internacionais e de avaliação de risco. No entanto, mais importante do que essas iniciativas – principalmente do ponto de

vista da segunda face do poder estrutural – são os acordos bilaterais e multilaterais de *swap* firmados entre o PBC e diversos outros bancos centrais. Como enfatizado longamente durante essa pesquisa, a integração à globalização financeira demanda que países tenham algum tipo de colchão de liquidez que permita acesso a moedas estrangeiras em momentos de incerteza. Nota-se que as reservas internacionais frequentemente não conseguem desempenhar esse papel em decorrência da lógica pró-cíclica dos mercados: utilizar reservas, mesmo se elas continuam acima do nível “ideal”, é muitas vezes visto com desconfiança por parte dos investidores, o que tende a aprofundar a saída de capitais de curto prazo e a desvalorização da moeda. A China é um exemplo desse fenômeno: quando as reservas chinesas começaram a ser utilizadas em 2015, isso foi interpretado pelo mercado como um sinal de fragilidade, a despeito do fato de que a China detinha reservas acima do que todas as métricas consideravam razoável.

No âmbito multilateral, as iniciativas mais importantes no que tange o estabelecimento de linhas de *swap* são a *Chiang Mai Initiative Multilateralization* (CMIM) e o Arranjo Contingente de Reservas (ACR). Em relação ao primeiro, fazem parte dele 13 países⁹⁶ do sudeste asiático e o acordo disponibiliza U\$ 240 bilhões em para os países membros para empréstimos de liquidez de emergência. É importante notar que os países membros só podem acessar mais de 30% da sua quota individual caso houver um programa de FMI em curso. O CRA tem uma estrutura similar ao CMIM, mas foi acordado entre os membros dos BRICS e com um total de recursos empregados na ordem de U\$ 100 bilhões. Assim como no CMIM, caso um dos países membros requeira mais do que 30% da sua quota, ele precisa firmar um acordo com o FMI. Do ponto de vista prático, demandar um acordo com o FMI como pré-condição de acesso à liquidez é um mecanismo para não ter atritos políticos no que tange a imposição de condições aos próprios membros dos arranjos. No entanto, é importante notar como essa condição atrela essas novas arquiteturas à ordem existente e não traz consigo uma verdadeira inovação institucional (SANTOS, 2017).

No âmbito bilateral, as fontes divergem em relação ao número de acordos do PBC com outros bancos centrais. De acordo com Prasad (2016), até 2016 haviam 36 acordos entre o PBC e outros bancos centrais. De acordo com o *Council on Foreign Relations* (CFR, 2018), no final de

⁹⁶ China, Japão, Coreia do Sul, Indonésia, Tailândia, Malásia, Cingapura, Filipinas, Vietnã, Camboja, Mianmar, Brunei, Laos.

2018 haviam 32 destes acordos entre a China e outros países⁹⁷. Independentemente do número preciso, esses acordos garantem a formação de camada paralela de segurança àquela estabelecida pelo FED, ainda que na prática poucas vezes os acordos foram acionados. Um exemplo recente foi o da Argentina, que utilizou as linhas de *swap* em 2014-2015 e usou aproximadamente US\$ 1 bilhão em meio à crescente dificuldade para ter acesso a dólares nos mercados internacionais. Nota-se, no entanto, que a moeda chinesa foi trocada por dólares pelas autoridades argentinas (CRF, 2018). Ou seja, os *swaps* junto à China aumentam o poder de postergar os custos do ajustamento de países emergentes e periféricos, mas a crescente influência chinesa ainda se dá sob os marcos de um SMI que opera em dólares.

A expansão chinesa e o aumento da sua influência monetária também se refletem na sua crescente importância em instituições multilaterais como no Novo Banco de Desenvolvimento (NBD – também conhecido como o “Banco dos BRICS”) e o Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura (BAII). O primeiro foi criado em julho de 2014 em conjunto com os outros quatro membros dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia e África do Sul) com um capital subscrito de US\$ 50 bilhões e capital autorizado de US\$ 100 bilhões. O objetivo do banco é complementar o financiamento internacional à infraestrutura, área em calcula-se que ocorrerá um déficit de US\$15 trilhões para atender as necessidades globais até 2040 (NBD, 2019; BANCO MUNDIAL, 2019).

Do ponto de vista institucional, existem algumas nuances à estrutura do NBD que merecem ser destacadas. A primeira é que os cinco membros contribuíram igualmente para o estoque de capital do banco com US\$ 10 bilhões, apesar de a China ter um PIB 35 vezes maior do que o da África do Sul. Tal escolha é uma asserção de igualdade entre os membros fundadores, mas, ao mesmo tempo, limita o potencial do banco de assumir uma carteira de clientes maior dado que a China poderia contribuir com uma quantia mais expressiva. Não obstante, dos 30 projetos que o banco aprovou até o final de 2018, cinco foram denominados em RMB, mas foram para a própria China (NBD, 2019). Nota-se, no entanto, que do ponto de vista simbólico, o fato de que a sede do banco se encontra em Xangai é importante para consolidar a imagem

⁹⁷ Não existem estatísticas consolidadas no site do PBC e as notícias sobre novos acordos e acordos que não foram renovados são esparsas.

da cidade como um centro financeiro global, além do fato de que a influência dos valores chineses de ajuda ao desenvolvimento sem as mesmas condicionalidades do Banco Mundial parece ter tido influência decisiva nas práticas do NBD (SANTOS, 2017).

Se no NBD a arquitetura institucional preza pela igualdade entre os membros fundadores, no Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura a liderança chinesa é mais evidente. Enquanto no NBD a injeção do capital inicial foi dividida de modo equânime, assim como os direitos a voto junto aos fundadores, no BAI a China contribuiu com 33% do capital e tem 28,7% do total de votos. Fundado em 2015, o memorando inicial de intenções contou com a assinatura de 21 países e, na época em que o banco entrou em operação, já eram mais de 77 países que haviam tomado a iniciativa de participar do mesmo. Até o fim de 2018, o banco já contava com 93 membros, possuía uma carteira de empréstimos de US\$ 7,5 bilhões realizados em 13 países por meio de 35 projetos (AIIB, 2019). Em janeiro de 2019, o banco anunciou um novo plano de empréstimos em moedas locais que inicialmente vai contemplar projetos na Índia, Indonésia e Paquistão, iniciativa esta que pode vir a se tornar um importante mecanismo para expansão dos empréstimos em RMB por parte do BAI (CHINA DAILY, 2019a).

A expansão do poder monetário chinês no âmbito multilateral foi acompanhada de uma crescente internacionalização das instituições financeiras chinesas. Como argumentando anteriormente, os bancos chineses já são os maiores do mundo pelo tamanho do seus ativos e sua presença internacional é cada vez mais marcante. De acordo com Cerutti e Zhou (2018), apesar de o tamanho dos portfólios internacionais dos bancos chineses serem pequenos em comparação aos domésticos, os primeiros foram o que mais cresceram em termos comparativos. Enquanto o portfólio de ativos domésticos cresceu 88,29% de 2011 a 2016, o portfólio internacional de bancos chineses cresceu 214,67%, chegando a um estoque de US\$ 970 bilhões em 2017 (CERUTTI; ZHOU, 2018).

Segundo os autores, parte importante desse crescimento está relacionado aos crescentes fluxos de IDE e ao apoio financeiro que os bancos chineses dão a projetos de infraestrutura internacional. Nesse sentido, destaca-se a iniciativa da *Belt and Road Initiative*, conhecida como a “Nova Rota da Seda”, anunciada em 2013, que visa criar interligar a Eurásia por meio de uma malha de trens de alta velocidade, estradas, redes elétricas, cabos de fibra ótica, sistemas de telecomunicações, oleodutos, dentre outras obras de infraestrutura (CINTRA; PINTO, 2015). Para além das questões geopolíticas de tal iniciativa, ressalta-se que o

empreendimento promove a expansão internacional nas empresas e serviços financeiros chineses, o que apoia diretamente a internacionalização no RMB. Em uma recente pesquisa conduzida pelo *China Construction Bank* com 346 empresas e 52 instituições financeiras, a Nova Rota da Seda foi identificada por 72% dos participantes da pesquisa como o principal impulso para a internacionalização da moeda chinesa (CCB, 2018). Ao final de 2017, 10 bancos chineses já tinham 40 filiais em 26 países da Nova Rota da Seda, tendo participado de aproximadamente 2.700 projetos de construção e concedido US\$ 400 bilhões em empréstimos e crédito desde o início do projeto (CBN, 2018).

Outro braço da expansão financeira chinesa é a ajuda oficial ao desenvolvimento (*Official Development Aid* – ODA). É importante mencionar que a China não segue a definição oficial de ODA da OCDE e não possui um órgão que publica dados consolidados sobre o tópico, portanto as estatísticas sobre financiamento ao desenvolvimento chinesas devem ser sempre interpretadas tendo em vista as limitações existentes (COPPER, 2016). Neste sentido, a maior parte dos fluxos acaba sendo contabilizada como “outros fluxos oficiais” (OFO), dentro dos quais estão créditos para exportação, empréstimos comerciais e outros tipos de crédito oficial. Somados os fluxos de ODA e OFO, estima-se que a China já tenha concedido US\$350 bilhões entre 2000-2014, em 140 países e 4.300 projetos (AIDDATA, 2019). Para além do aspecto político – e das muitas controvérsias que circundam o financiamento ao desenvolvimento chinês⁹⁸ – os empréstimos se inserem na mesma lógica da expansão dos investimentos internacionais chineses, ou seja, cria-se espaço para expansão dos serviços financeiros domésticos e para uma crescente utilização do RMB em regiões periféricas.

Por fim, no início de 2018 contratos futuros de petróleo *crude* foram denominados em RMB na *Shanghai International Energy Exchange*, em paralelo a tentativa da China de começar a pagar parte das suas importações da matéria prima na sua própria moeda. Pontua-se que, em 2016, a China superou os EUA como maior importador de petróleo, o que a deixa em uma posição privilegiada para buscar um papel maior para sua moeda nesse mercado. Não obstante, muitos dos parceiros comerciais de quem a China importa petróleo – Rússia, Angola, Irã e Arábia Saudita

⁹⁸ Ver Cooper (2016) para uma ampla revisão da literatura sobre o financiamento ao desenvolvimento chinês.

– indicam estar dispostos a diminuir a proeminência do dólar, principalmente frente à escalada das tensões com o presidente dos EUA, Donald Trump. Portanto, estabelecer um mercado de *petroyuan* indica ser um passo importante no que tange a consolidação da moeda chinesa como uma moeda internacional (BRISCOE, 2019).

Essas são algumas iniciativas, dentre tantas outras, nas quais a política desempenhou um papel mais importante do que a economia na promoção do RMB como moeda internacional. É evidente que ambas as esferas não podem ser separadas. No entanto, para fins analíticos, é interessante notar como a estratégia de internacionalização do RMB é multidimensional e não envolve somente criar as estruturas de mercado que tornem a moeda chinesa mais acessível a investidores estrangeiros, mas também iniciativas que criam as bases mais amplas para a liderança chinesa no campo monetário e financeiro internacional. Como mencionado por Conti e Prates (2018), o voluntarismo político é um aspecto central na determinação de moedas internacionais e a China indica ter compreendido a importância de se projetar como país capaz de firmar alianças tanto no nível bilateral como multilateral para promover a utilização da sua moeda.

No entanto, nota-se que as iniciativas analisadas ainda operam dentro de um SMI no qual o dólar ocupa o topo da pirâmide monetária internacional. Portanto, por mais que haja a vontade política compartilhada entre diversos atores de diversificar a utilização de moedas internacionais, há o desafio concreto de se desvencilhar do dólar como moeda que dá operacionalidade a economia internacional. O caso dos *swaps* bilaterais são um exemplo ilustrativo. Por mais que eles complementem a estrutura existente de proteção contra crises de liquidez, eles precisam ser convertidos em dólar para que eles possam atender a sua finalidade. O mesmo aplica-se aos empréstimos internacionais de bancos multilaterais: os únicos empréstimos em RMB feitos pelo NBD foram para a própria China.

Defende-se que, na conjuntura atual, o conjunto dessas iniciativas pode ser compreendido como uma segunda face do poder estrutural chinês, que concede maior margem de manobra para países emergentes e em desenvolvimento dentro da arquitetura monetária e financeira contemporânea, sem que haja a possibilidade de o RMB venha a substituir o dólar nessas funções no curto e médio prazo. Não obstante, mesmo esse papel deve ser interpretado com certo ceticismo. A China tem capacidade de atuar como emprestadora de última instância e como fonte de financiamento de longo-prazo, mas também impondo suas próprias

condicionalidades e com interesses estratégicos em vista. Portanto, do ponto de vista de países emergentes e periféricos, a autonomia que advém da participação da nova rede financeira e monetária estabelecida pela China não é livre das suas próprias contradições (COOPER, 2016).

4.6 Considerações finais

Esse capítulo buscou consolidar a hipótese de que o RMB ainda não desempenha o papel de uma divisa propriamente internacional. Inicialmente, demonstrou-se que a China conseguiu superar importantes barreiras ao seu desenvolvimento e é hoje uma grande potência no campo econômico e político. No entanto, há uma significativa diferença entre o poder econômico chinês, principalmente em termos da sua relevância para a economia global, e o papel da sua moeda nos mercados internacionais. Enquanto países como Austrália, Canadá e Suíça têm moedas que extrapolam o peso de seus respectivos países na economia internacional, a China é um exemplo diametralmente oposto: o país é um gigante com uma moeda de pouca relevância.

A narrativa convencional para explicar essa contradição é a de que a China é um país que optou por um modelo de desenvolvimento econômico marcado pela repressão financeira e que, conforme a China segue em um processo de liberalização dos mercados, a moeda deve passar a ocupar um papel condizente com a relevância chinesa em outras esferas da economia internacional. Os dados, no entanto, contradizem essa hipótese. Mesmo após a crescente liberalização do sistema financeiro doméstico e da conta de capitais, não houve uma mudança significativa nos papéis que a moeda desempenha para além de suas fronteiras.

De acordo com as bases teóricas propostas, a explicação para tal fenômeno está intrinsecamente relacionada àquilo que foi visto no segundo capítulo: a configuração do SMI contemporâneo depende do dólar para seu funcionamento não como elemento auxiliar, mas como própria gênese do *modus operandi* das finanças globalizadas. Desse modo, a internacionalização do RMB enfrenta os problemas estruturais que uma moeda periférica enfrenta: ela não é demandada como moeda plena, mas como estratégia de diversificação de portfólio. Por meio dos dados apresentados, buscou-se reforçar o argumento de que, independente do papel desempenhado pelo RMB, sua demanda depende mais das

expectativas de apreciação da moeda e menos de outros fatores “reais” subjacentes à economia chinesa.

Nota-se, no entanto, que a relativa indiferença do mercado em relação ao RMB não implica que a China não tenha assumido uma posição de crescente poder monetário. Ao estabelecer linhas de *swap*, liderar a criação de instituições multilaterais, atuar como fonte de financiamento internacional e construir a infraestrutura necessária para apoiar a internacionalização da sua moeda, a China se impõe enquanto player de relevância e aumenta a capacidade de outros países emergentes e em desenvolvimento de postergarem os custos de ajustamento. Essa segunda face do poder estrutural é importante no que tange a estratégia de internacionalização do RMB, mas ainda é limitada pelo poder estrutural do dólar como moeda que está nos balanços da larga maioria dos agentes internacionais.

Essas hipóteses têm consequências importantes em termos teóricos e práticos. Em termos teóricos, defende-se que a teoria sobre internacionalização monetária não avançou suficientemente para compreender as mudanças do capitalismo contemporâneo, principalmente em relação à tendência à financeirização dos diferentes agentes da economia internacional. Nesse sentido, é necessário que haja um enfoque teórico maior no fato de que processo de internacionalização do RMB se dá sob um conjunto de restrições estruturais. Ao aliar considerações de uma literatura de EPI a conceitos e hipóteses da teoria pós-keynesiana contemporânea, a presente pesquisa buscou demonstrar que existem uma série de possíveis convergências e complementariedades que podem ser exploradas de modo mais sistemático em futuros trabalhos.

No nível prático, defende-se que o processo de internacionalização do RMB se utilizou de uma estratégia correta, mas limitada pelas contradições estruturais do SMI: fomentou-se o comércio na sua própria moeda, buscou-se abrir os mercados domésticos de modo gradual e criar um centro *offshore* como fonte de liquidez e ferramenta de experimentação. Ressalta-se a importância do segundo elemento: ao evitar uma exposição expressiva à dívida denominada em moedas estrangeiras e a fluxos de capitais instáveis, ao mesmo tempo em que o país acumulou expressivas reservas internacionais e tornou-se um credor internacional, a China logrou um tipo de isolamento das dinâmicas financeiras globais que é bastante diverso da experiência de inserção internacional da maior parte do grupo de países emergentes e em desenvolvimento. Pontua-se, no entanto, que essa estratégia enfrenta os limites estruturais do SMI, mas também os desafios que derivam da

configuração da economia política doméstica dado os conflitos distributivos e a possível instabilidade que emerge frente ao processo de internacionalização da moeda.

Esses elementos indicam que a internacionalização do RMB deve ser compreendida com certo grau de cautela. As evidências expostas no trabalho demonstram que o RMB ainda deve trilhar um longo caminho para que a “moeda do povo” possa se tornar uma opção viável para a economia internacional e até lá, nem o euro nem qualquer outra moeda parecem prontos para rivalizar com o dólar.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa foi escrita em um período no qual as tensões da ordem internacional se acumulam em uma velocidade impressionante. A ideia de que a sociedade internacional e seus membros convergem invariavelmente para regimes democráticos, baseados na livre competição de mercado e no respeito aos direitos individuais, está em clara contestação por parte de ampla parte dos países hoje governados por líderes autoritários. Os princípios unificadores e as normas compartilhadas da ordem internacional já não representam mais elementos capazes dar coerência e coesão para grande parte de seus participantes e, no próprio seio do poder dos EUA, há uma administração que parece obstinada em reconstruir a arquitetura internacional sob moldes radicalmente diferentes daqueles estabelecidos no pós-guerra fria.

Portanto, o retrato da internacionalização do RMB elaborado nessa dissertação é a descrição de um sistema internacional em transição. Como todo espectador que analisa um objeto contemporâneo, a falta de distância histórica impede que conclusões assertivas sobre a moeda chinesa sejam feitas porque simplesmente não é possível prever como as diversas variáveis que compõem o objeto de estudo vão interagir para formar uma síntese precisa. Na literatura, não faltam exemplo de tentativas malsucedidas de previsão sobre o futuro do sistema monetário internacional. Subramanian (2011), por exemplo, afirmava que o RMB deveria superar o dólar em muitas das suas funções em 2025. Chinn e Frankel (2005), por meio de sofisticados métodos estatísticos, previram que o euro superaria o dólar também na primeira metade da década de 2020.

Talvez por esse motivo o SMI tenha recebido menos atenção da economia ortodoxa tradicional do que de outras escolas de pensamento. Existem poucas regularidades, a política desempenha um papel tão importante quanto a economia e dificilmente um modelo pode apreender as nuances e complexidades do SMI. Nesse contexto, previsões um tanto quanto embaraçosas tornam-se abundantes. Isso não implica que este seja um tópico menos importante. Como abordado extensamente durante a presente pesquisa, as regras, configurações e dinâmicas que moldam o SMI têm consequências distributivas tanto para o país que emite a moeda central quanto para os países sujeitos à determinada ordem monetária.

Como em toda ordem, existem momentos de maior e menor coesão. Se do ponto de vista da ordem no sentido mais amplo as evidências indicam que há uma crescente contestação, do ponto de vista monetário e financeiro a manutenção do poderio estadunidense ainda se apresenta como uma barreira especialmente difícil de ser transposta por rivais. Arrighi (2010) argumentava que este é um padrão típico de transições hegemônicas: as finanças são o último setor a entrar em decadência quando uma potência passa a perder sua liderança no âmbito internacional. A diferença entre o contexto contemporâneo e o de outras transições entre grandes potências, no entanto, é que as finanças não são mais um setor auxiliar ao produtivo, mas o ponto nevrálgico da economia internacional.

Isso não implica que em outros momentos históricos as finanças holandesas ou inglesas não desempenhassem um papel igualmente importante. Hobson (2005 [1902]), há mais de um século, já denunciava o papel das finanças internacionais como molas propulsoras do imperialismo. A diferença chave do atual momento é que a globalização financeira adquiriu um nível de articulação inédito, tanto no seu escopo como na sua profundidade. Em termos concretos, a influência política do setor financeiro garantiu com que esse assumisse uma posição de tutela sobre outros setores econômicos e principalmente sobre a política. A base desse poder é transnacional e articulada, mas dependente das garantias implícitas e explícitas que o Estado estadunidense lhe concede. Se na época de Hobson (2005 [1902]) as finanças eram a mola propulsora, no regime de acumulação contemporâneo elas são a gênese do processo de expansão do capitalismo global, recriando e reforçando as mesmas hierarquias e assimetrias que marcaram historicamente a inserção de países periféricos.

A crise *subprime* demonstrou a extensão de onde o Estado está disposto a ir para salvar o regime atual. Os diferentes programas de liquidez e injeção de fundos implementados no ápice da crise de 2008

demonstram o crescimento do setor financeiro e sua capacidade de extrair benefícios de Washington D.C. Esse aspecto é tanto uma força como uma contradição do atual regime. Possuir um sistema financeiro de tal forma presente na formulação de políticas públicas e com seus interesses representados quase que integralmente distorce a distribuição de renda e aumenta o sentimento de insatisfação entre a população. No entanto, nem mesmo as diversas contradições de um regime de crescimento liderado pelas finanças parecem ter sido capazes, até o presente momento, de levar a uma mudança estrutural no modo que os EUA defendem os interesses financeiros dentro e fora das suas fronteiras.

Essa poderosa articulação de interesses impõe um desafio considerável a outras moedas no cenário internacional. Como visto no capítulo 2, o dólar ganhou espaço em diferentes funções após a crise de 2008 e consolidou sua liderança como moeda chave do sistema monetário e financeiro internacional. Talvez em poucos outros momentos da história do capitalismo um país tenha sido protagonista de uma crise de tal modo profunda e mesmo assim seus ativos e seu sistema financeiro foram vistos como *safe haven* pelo resto do mundo. Na prática, essa incongruência demonstra que não existe, no contexto contemporâneo, nenhum outro banco central no mundo com a mesma capacidade de ação do FED, nenhum título público que represente tamanha segurança e liquidez, ou um sistema político doméstico que dê respaldo à função de prestador de última instância em nível global dos EUA.

Por esses motivos, a determinação de moedas internacionais deve ser interpretada como um fenômeno mais intrincado do que uma “luta darwiniana” pelas preferências dos atores de mercado. Por um lado, é verdade que são os atores de mercado que demandam diferentes moedas e que moldam a dinâmica de internacionalização das mesmas. Por outro lado, há uma dimensão política evidente da determinação de moedas internacionais que cria estruturas hierárquicas com uma forte tendência ao *path-dependence*. Essas estruturas moldam a inserção de cada país na globalização financeira e ditam o espaço que cada unidade soberana tem de decidir por si própria os rumos da sua política econômica.

Nesse sentido, o dólar desempenha tanto o instrumento de subjugação quanto o instrumento de proteção. Em relação ao primeiro, quanto maior a dívida em moeda estrangeira, menor a capacidade do estado de se blindar das dinâmicas dos mercados globais e mais duro o ajuste recessivo em momentos de contração da liquidez internacional.

Para se blindar dessa dinâmica, ou o estado se fecha, ou ele paga o “pedágio” da globalização financeira: acumulação de reservas e/ou integração a redes de *swaps* bilaterais/multilaterais. No caso das reservas, os custos dessas estratégias são elevados: esterilização, baixa rentabilidade, custos de oportunidade etc. No caso dos *swaps*, depende-se dos EUA de estender linhas de liquidez de emergência ou não e, como bem lembra McDowell (2017, p. 183, tradução nossa), “[...] os EUA jamais atuaram como emprestadores de última instância por caridade. Os seus motivos são sempre de interesse próprio: proteger o sistema financeiro doméstico”⁹⁹. Portanto, pode-se dizer que as reservas e as linhas de *swap* são o preço pago por países emergentes para participar de uma globalização financeira assimétrica, instável e com propensão a movimentos pró-cíclicos.

Esse retrato do SMI contemporâneo demonstra que a internacionalização do RMB é um processo delicado, contraditório e gradual. De acordo com as evidências apresentadas, a razão fundamental pela qual a moeda chinesa não assumiu uma importância minimamente correspondente ao peso econômico do país é que o regime contemporâneo não abre margem para mudanças estruturais na pirâmide monetária internacional. Um contra-argumento possível seria o de que a mesma dinâmica ocorreu na transição da libra esterlina para o dólar, ou seja, a moeda americana também só se tornou dominante muito tempo depois de os EUA assumirem o posto de potência econômica global. Argumenta-se que a diferença chave entre ambos os períodos históricos é que o nível de *entrapment* do regime atual é mais profundo, articulado e rígido do que em outros momentos históricos.

A rigidez, nesse sentido, não se refere ao fato de que moedas emergentes não possam assumir alguma importância internacional. Conforme países emergentes se tornam cada vez mais integrados aos mercados globais, suas moedas, dívidas e ativos passam a fazer parte de portfólios globais. No entanto, sua proporção nos portfólios é pequena e, quando a preferência pela liquidez dos investidores internacionais aumenta, os ativos de países emergentes e periféricos são prontamente vendidos. Dado que esses mesmos países possuem mercados crescentemente líquidos, a instabilidade nos fluxos de capitais não é exceção, mas a regra. Mesmo para a China, país que assumiu uma postura

⁹⁹ “*The United States has rarely, if ever, acted as an ILLR for charity’s sake. Its motives are self-interested: to protect the US financial system*”.

cautelosa e pragmática em relação à integração financeira, tal dinâmica também se faz presente. Como demonstrado na presente pesquisa, quando o país buscou tornar seus mercados domésticos mais acessíveis a estrangeiros e aumentar a influência do mercado na determinação da taxa de câmbio, o RMB perdeu força, e não o contrário.

No entanto, como defendido no último capítulo, a China passou a construir uma estrutura financeira/monetária/institucional que complementa e por vezes compete com aquela liderada pelo ocidente. Por mais que os dados em relação à utilização do RMB ainda sejam notadamente baixos, essa nova projeção de influência monetária concede a China uma capacidade importante de se colocar como opção ao dólar. Essa opção ainda é estruturalmente limitada pela própria importância da moeda estadunidense, mas há um claro elemento de contestação na medida em que países emergentes e periféricos detêm a capacidade de ter diferentes fontes de liquidez de emergência, financiamento de longo prazo sem inúmeras condicionalidades e novos espaços institucionais onde seus interesses possam ser representados de modo mais coerente.

Por fim, admite-se que existem uma série de perguntas que ainda devem ser respondidas no que toca a sustentabilidade do regime dólar flexível e a ascensão do RMB. Em termos teóricos, ressalta-se a necessidade de maior diálogo entre as EPI e outras correntes teóricas dentro da economia, em especial perspectivas teóricas do campo heterodoxo. Não obstante, acredita-se que existam possíveis convergências entre a literatura *mainstream* sobre o ciclo global de liquidez e os fatores *push/pull* dos fluxos de capitais e conceitos como a ideia de postergar os custos de ajustamento de Cohen (2006). No que tange os determinantes da internacionalização monetária, parece evidente que mais esforços devem ser feitos para ir além das concepções tradicionais da literatura e integrar os fatores “estruturais”, notadamente aqueles elementos que explicam o *path dependence* do sistema. Há também a necessidade de maior diálogo entre onexo recursos/poder monetário. Por exemplo, como as capacidades militares se traduzem em poder monetário? A ligação indireta entre ambas as esferas já foi abordada, mas ainda há certa indeterminação nesse aspecto.

Em termos práticos, outras perguntas emergem. Como uma possível desaceleração brusca do crescimento chinês afetaria a dinâmica de internacionalização da moeda? Frente a uma escalada da política “*America First*” de Donald Trump, quais os possíveis efeitos sobre a

demanda do dólar no longo prazo? Não obstante, chama-se a atenção para aquela que talvez seja uma das perguntas centrais da presente pesquisa: qual estratégia que a China *deveria* assumir para fomentar o uso do RMB em um sistema monetário internacional hierarquizado e liderado pelas finanças? Como visto, existe a contradição “de origem” do atual regime: para fomentar a utilização da moeda no âmbito internacional é fundamental que ela seja razoavelmente conversível. Isso implica em maior liberalização do sistema financeiro, que não só encontra limites domésticos como também internacionais, dada a dependência global do dólar. Logo, dadas as condições do regime existente, a estratégia chinesa foi fundamentalmente correta, mas essa estratégia limita a ascensão da moeda a uma posição ainda periférica, não comparável aos papéis desempenhados pelo dólar ou pelo euro pelos motivos expostos acima.

Para conceber um futuro no qual o RMB assuma a posição central do SMI, é necessário imaginar que as bases sob as quais esse sistema teria de ser erguido seriam necessariamente diferentes das configurações atuais. Ou seja, argumenta-se que a China não pode disputar com os EUA a liderança monetária do SMI sem que haja mudanças na sua arquitetura que alterassem de forma significativa não só a moeda internacional, mas também os arranjos em relação aos fluxos de capitais, a coordenação macroeconômica entre diferentes países, o regime cambial e o *modus operandi* do setor financeiro contemporâneo. No entanto, reconhece-se que conceber um futuro de tal modo distante extrapola os objetivos dessa pesquisa. Atem-se ao fato de que, de acordo com aquilo que foi visto, o RMB ainda deve percorrer um longo caminho para escalar os degraus da hierarquia monetária internacional contemporânea.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, Michel; BAI, Guo. **China's development: capitalism and empire**. Oxfordshire: Routledge, 2013.

AIDDATA. **China's global development footprint: the clearest look yet at chinese official finance worldwide**. 2019. Disponível em: <<https://www.aiddata.org/china-official-finance>>. Acesso em: 1 fev. 2019.

AIIB. **Approved projects**. 2019. Disponível em: <<https://www.aiib.org/en/projects/approved/index.html>>. Acesso em: 31 jan. 2019.

ALLEN, Franklin; QIAN, Jun “QJ”; GU, Xian. An overview of China's financial system. **Annual Review of Financial Economics**, [s.l.], v. 9, n. 1, p. 191-231, nov. 2017.

ANDREWS, David. **International Monetary Power**. Ithaca: Cornell University Press, 2006.

ARNON, Arie. **Monetary theory and policy from Hume and Smith to Wicksell: money, credit and the economy**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

ARRIGHI, G. **The long twentieth century: money, power, and the origins of our times**. London: Verso, 2010.

BALDWIN, David. **Power and international relations: a conceptual approach**. Princeton: Princeton University Press, 2016.

BANCO MUNDIAL. **Infrastructure financing gap**. 2019. Disponível em: <<https://blogs.worldbank.org/category/tags/infrastructure-financing-gap>>. Acesso em: 31 jan. 2019.

BECKERT, Jens; BRONK, Richard. An introduction to uncertain futures. In: BECKERT, Jens; BRONK, Richard. **Uncertain**

futures: imaginaries, narratives, and calculation in the economy. Oxford: Oxford Press, 2018. p. 11-36.

BERNANKE, Ben. **The dollar's international role: an exorbitant privilege?** 2016. Disponível em: <<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/01/07/the-dollars-international-role-an-exorbitant-privilege-2/>>. Acesso em: 2 ago. 2018.

BERNES, Thomas et al. **China's engagement with an evolving International Monetary System: a payments perspective.** Centre for International Governance Innovation, set. 2014.

BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas:** o Brasil na globalização financeira. 2007. 259 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 2007.

BIS. **BIS Statistics.** 2018a. Disponível em: <<https://www.bis.org/statistics/index.htm>>. Acesso em: 18 dez. 2018.

_____. **Global liquidity indicators.** 2018b. Disponível em: <<https://www.bis.org/statistics/gli.htm?m=6%7C333%7C690>>. Acesso em: 28 jul. 2018.

BLYTH, Mark; MATTHIJS, Matthias. Black swans, lame ducks, and the mystery of IPE's missing macroeconomy. **Review of International Political Economy**, [s.l.], v. 24, n. 2, p. 203-231, 4 mar. 2017. Informa UK Limited. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2017.1308417>

BNP. **CIPS.** 2018. Disponível em: <<https://securities.bnpparibas.com/insights/what-is-it-cips.html>>. Acesso em: 31 jan. 2019.

BONIZZI, B. An alternative post-keynesian framework for understanding capital flows to emerging markets. **Journal of Economic Issues**, New York, v. 51, n. 1, p. 137-162, jan. 2017.

BORIO, Claudio; DISYATAT, Piti. **Global imbalances and the financial crisis:** Link or no link? BIS Working Papers, n. 346, 2011.

BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? a preliminary analysis. **Economy & Society**, Abingdon, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

BRICS. Treaty for the establishment of a BRICS contingent reserve arrangement. 2015. Disponível em: <<http://brics.itamaraty.gov.br/press-releases/220-treaty-for-the-establishment-of-a-brics-contingent-reserve-arrangement-fortaleza-july-15>>. Acesso em: 31 jan. 2019.

BRISCOE, Hayden. **Petroyuan: the shape of things to come.** 2018. Disponível em: <<https://www.ubs.com/microsites/china-insights/en/insights/fixed-income/2018/petroyuan.html>>. Acesso em: 1 fev. 2019.

BRUNO, Valentina; SHIN, Hyun Song. **Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy.** NBER Working Paper n. 18.942, abr. 2013.

CALVO, Guillermo A.; LEIDERMAN, Leonardo; REINHART, Carmen M. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors. **Staff Papers - International Monetary Fund**, [s.l.], v. 40, n. 1, p. 108-151, mar. 1993. Springer Nature.

CARTER, Barry E.; FARHA, Ryan M. **Overview and operation of the U.S. financial sanctions, including the example of Iran.** 2013. Disponível em: <<https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/geojint144&div=28&id=&page>>. Acesso em: 12 dez. 2018.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Keynes and the endogeneity of money. **Review of Keynesian economics**, v. 1, n. 4, p. 431-446, 2013.

_____. **Liquidity preference and monetary economies.** New York, Routledge, 2015.

CASTELLI, Massimiliano; SALMAN, Philipp. **UBS Annual Reserve Manager Survey 2018**. Thun: Ubs Asset Management, 2018a.

_____. **RMB's march to reserve currency status**. Thun: Ubs Asset Management, 2018b. Disponível em: <<https://www.ubs.com/ch/en/asset-management/distribution-partners/insights/white-papers/2018/reserve-currency-status.html>>. Acesso em: 05 fev 2019.

CAVALLO, Eduardo; EICHENGREEN, Barry; PANIZZA, Ugo. Can countries rely on foreign saving for investment and economic development? **Review Of World Economics**, [s.l.], v. 154, n. 2, p. 277-306, 9 nov. 2017.

CBN. **Chinese banks see 5-fold increase in foreign lending since 2010**. 2018. Disponível em: <<http://www.chinabankingnews.com/2018/05/06/chinese-banks-see-5-fold-increase-foreign-lending-since-2010/>>. Acesso em: 1 fev. 2019.

CBRC. 2016. **China Banking Regulatory Commission 2015 Annual Report**. Disponível em: <<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/files/2016/6C1DEC063D6442B289B7C24F662D2E52.pdf>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

_____. 2017. **The CBRC Released Supervisory Statistics of Q4 2016**. Disponível em: <<http://www.cbrc.gov.cn/EngdocView.do?docID=F6919A7F9C5643088F6ADB0B5D229B7C>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

CCB. **Renminbi Internationalisation Report 2018: Optimism towards “belt and road” raises cross-border use of RMB**. 2018. Disponível em: <<http://forums.theasianbanker.com//uploads/TAB-PR-RMB-Internationalisation-report-2018.pdf>>. Acesso em: 1 fev. 2019.

CENSUS. **Trade in goods with China**. 2018. Disponível em: <<https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html>>. Acesso em: 18 dez. 2018.

CERUTTI, Eugenio; CLAESSENS, Stijn; PUY, Damien. Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: why knowing your lender matters than fundamentals. **IMF Working Papers**, 15/127, 2015.

CERUTTI, Eugenio; OBSTFELD, Maurice. **China's Bond Market and Global Financial Markets**. IMF Working Paper 18/253, 2018.

CERUTTI, Eugenio; ZHOU, Haonan. **The Chinese banking system**: Much more than a domestic giant. 2018. Disponível em: <<https://voxeu.org/article/chinese-banking-system>>. Acesso em: 1 fev. 2019.

CFR. **The spread of central bank currency swaps since the financial crisis**. 2018. Disponível em: <https://www.cfr.org/interactives/central-bank-currency-swaps-since-financial-crisis?cid=otr-marketing_use-currency_swaps#!/central-bank-currency-swaps-since-financial-crisis?cid=otr-marketing_use-currency_swaps>. Acesso em: 5 fev. 2019.

CHESNAIS, F. A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 5, p. 1-30, 1995.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, configuração, conseqüências. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 35-67.

CHEY, Hyoung-kyu. Theories of international currencies and the future of the world monetary order1. **International Studies Review**, [s.l.], v. 14, n. 1, p. 51-77, mar. 2012. Oxford University Press (OUP).

CHEY, Hyoung Kyu; LI, Yu Wai Vic. Bringing the Central Bank into the Study of Currency Internationalization: Monetary Policy, Independence, and Internationalization. **GRIPS discussion paper** 15-23, 2016.

CHICK, Victoria; DOW, Sheila C. Post-keynesian theories of money and credit: conflicts and (some) resolutions. In: HARCOURT, G.;

KRIESLER, Peter. **The Oxford handbook of post-keynesian economics: Theory and origins**. [s.i]: Oxford Press, 2013. p. 121-133.

CHIN, Gregory. China's Rising Monetary Power. In: HELLEINER, Eric; KIRSHNER, Jonathan. **The Great Wall of Money: Power and Politics in China's International Monetary Relations**. Ithaca: Cornell University Press, 2014. Cap. 7. p. 184-213.

CHINA DAILY. **Highlights of Xi's speech at a conference celebrating 40 years of reform, opening-up**. 2018. Disponível em: <http://www.chinadaily.com.cn/a/201812/18/WS5c1854a7a3107d4c3a001612_4.html>. Acesso em: 15 jan. 2019

_____. **QFII boost to spur further opening**. 2019a. Disponível em: <<http://www.chinadaily.com.cn/a/201901/15/WS5c3d400da3106c65c34e4831.html>> . Acesso em: 24 jan. 2019.

_____. **AiIB to adopt local currency loans in Asia**. 2019b. Disponível em: <<http://www.chinadaily.com.cn/a/201901/30/WS5c50fdb2a3106c65c34e73c5.html>>. Acesso em: 1 fev. 2019.

CHINN, Menzie; FRANKEL, Jeffrey. Will the euro eventually surpass the dólar as leading international reserve currency? **NBER working paper**, n. 11.510, 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11510>>. Acesso em: 26 mar. 2018.

CHUI, Michael; KURUC, Emese; TURNER, Philip. A New Dimension to Currency Mismatches in the Emerging Markets - Non-Financial Companies. **BIS Working Paper**, 550. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2749312>>. Acesso em: 16 fev. 2018.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves. O papel do dólar e do renminbi no sistema monetário internacional. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves. **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013. Cap. 7. p. 211-323.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; PINTO, Eduardo C. **China em transformação: transição e estratégias de desenvolvimento**. Texto para discussão 006, Instituto de Economia – UFRJ: 2015.

COHEN, Benjamin. **The geography of money**. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

COELHO, Jaime; CAPINZAIKI, Marília. Ajustamento, poder e custos distributivos. **Estudos Internacionais**, v 4, n°3, p.59 -74, 2017.

COHEN, Benjamin. **The geography of money**. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

_____. The Macrofoundations of monetary power. In: ANDREWS, David M. **International monetary power**. Ithaca: Cornell University Press, 2006. Cap. 2. p. 31-51.

_____. **Currency and State Power**. 2010. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1644559>. Acesso em: 19 dez. 2018.

_____. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. **Open Economies Review**, [s.l.], v. 23, n. 1, p.13-31, 25 out. 2011. Springer Nature.

_____. **Money, power, authority**. 2014. Disponível em: <http://web.isanet.org/Web/Conferences/FLACSO-ISA%20BuenosAires%202014/Archive/727c6f68-1528-4441-b0f7-98a5adc82ab2.pdf>. Acesso em: 5 set. 2018.

_____. **Currency Power: Understanding monetary rivalry**. Princeton: Princeton University Press, 2015.

_____. The IPE of money revisited. **Review Of International Political Economy**, [s.l.], v. 24, n. 4, p.657-680, 28 nov. 2016.

COHEN, Benjamin H. et al. Global liquidity: A selective review. **Annual Review of Economics**, [s.l.], v. 9, n. 1, p. 587-612, 2 ago. 2017. Annual Reviews.

CONTI, Bruno M. de; PRATES, Daniela M.; PLIHON, Dominique. O Sistema Monetário Internacional e seu Caráter Hierarquizado. In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo; MARTINS, Aline Regina Alves. **As transformações no sistema monetário internacional**, Brasília: Ipea, 2013. Cap. 1. p. 23-85.

CONTI, Bruno M. de; PRATES, Daniela M.; PLIHON, Dominique. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 51, n. 2, p. 341-372, ago. 2014.

CONTI, Bruno; PRATES, Daniela M. **The international monetary system hierarchy: current configuration and determinants**. Texto de discussão. UNICAMP, n. 335, abr. 2018.

COOPER, John F. **China's foreign aid and investment diplomacy: nature, scope and origins**. Londres: Palgrave Macmillan, 2016.

DAHL, Robert A. The concept of power. **Behavioral science**, v. 2, n. 3, p. 201-215, 1957.

DAVIDSON, Paul. **Financial markets, money and the real world**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2002.

DOW, Sheila. Endogenous money: structuralist. In: ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm. **A handbook of alternative monetary economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2006. p. 35-52.

_____. Addressing uncertainty in economics and the economy. **Cambridge Journal of Economics**, [s.l.], v. 39, n. 1, p. 33-47, 9 jul. 2014. Oxford University Press (OUP).

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo; PANIZZA, Ugo. Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are

not the same and why it matters. **NBER Working Paper**, n. w10036, 2003.

EICHENGREEN, Barry; MEHL, Arnaud; CHITU, Livia. **How global currencies work: Past, present, and future**. New Jersey: Princeton University Press, 2018.

EICHENGREEN, Barry. **Exorbitant privilege: The rise and fall of the dollar**. Oxford: Oxford University Press, 2011.

EPSTEIN, G.A. **Financialization and the world economy**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

FAIRBANK, John King; GOLDMAN, Marle. **China: Uma nova história**. 3. ed. Porto Alegre: L&pm, 2008.

FAUDOT, Adrien. The US dollar and its payments system: architecture and political implications. **Review of Keynesian Economics**, [s.l.], v. 6, n. 1, p. 83-95, jan. 2018.

FERNANDEZ-ARIAS, Eduardo. The new wave of private capital inflows: Push or pull? **Journal of Development Economics**, [s.l.], v. 48, n. 2, p. 389-418, mar. 1996

FIORI, José Luís. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Editora Vozes, 1999.

_____. **História, estratégia e desenvolvimento: para uma nova geopolítica do capitalismo**. São Paulo: Boitempo, 2014.

FMI. **Global financial stability report**. 2018a. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/09/25/Global-Financial-Stability-Report-October-2018>>. Acesso em: 18 dez. 2018.

_____. **IMF Data**. 2018b. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Data>>. Acesso em: 18 dez. 2018.

_____. **IMF Conditionality**. 2018c. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/02/21/28/IMF-Conditionality>>. Acesso em: 26 fev. 2019.

_____. **Financial development index database**. 2019a. Disponível em: <<http://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>>. Acesso em: 25 jan. 2019.

_____. **Foreign composition of foreign exchange reserves**. 2019b. Disponível em: <<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>>. Acesso em: 17 jan. 2019.

_____. **Global financial stability report: Is growth at risk?** Washington, DC, Oct. 2017.

FORBES. **Global 2000: The world's largest public companies**. 2018. Disponível em: <<https://www.forbes.com/global2000/#6bdd09b5335d>>. Acesso em: 4 fev. 2019.

FORTUNE. **Fortune Global 500**. 2019. Disponível em: <<http://fortune.com/fortune500/>>. Acesso em: 4 fev. 2019.

FOSTER, J. B. The financialization of capitalism. **Monthly Review**, New York, v. 8, n. 11, abr. 2007.

_____. The financialization of accumulation. **Monthly Review**, New York, v. 62, n. 5, out. 2010.

FOSTER, J.; MAGDOFF, F. Stagnation and financialization: The nature of the contradiction. **Monthly Review**, New York, v. 66, n. 1, 2014.

FOSTER, J.; McCHESNEY, R. **The endless crisis: How monopoly finance capital produces stagnation and upheaval from the USA to China**. New York: Monthly Review Press, 2012.

FRED ST. LOUIS. 2017a. **Total assets, all commercial banks**. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/TLAACBW027SBOG>>. Acesso: 16 jan. 2019.

FRED ST. LOUIS. **Exorbitant privilege and the income puzzle in the U.S.:** How to gain investment income despite being in debt. 2017b. Disponível em: <<https://fredblog.stlouisfed.org/2017/04/exorbitant-privilege-and-the-income-puzzle-in-the-u-s/>>. Acesso em: 2 ago. 2018.

FRED ST. LOUIS. **China/U.S. foreign exchange rate.** 2019. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/DEXCHUS/>>. Acesso em: 23 jan. 2019.

FT. **Brazil in ‘currency war’ alert.** 2010. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/33ff9624-ca48-11df-a860-00144feab49a>>. Acesso em: 28 fev. 2019.

FT. **China UnionPay kicks off european expansion with UK launch.** 2018. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/61bceaf2-b98d-11e8-8274-55b72926558f>>. Acesso em: 31 jan. 2019.

GABOR, Daniela; VESTERGAARD, Jakob. Chasing unicorns: The European single safe asset project. **Competition & Change**, [s.l.], v. 22, n. 2, p. 139-164, mar. 2018.

GOPINATH, Gita. The International Price System. **NBER Working Paper Series**, n 21.656, out. 2015.

GERMAIN, Randall; SCHWARTZ, Herman Mark. The political economy of currency internationalisation: the case of the RMB. **Review Of International Studies**, [s.l.], v. 43, n. 04, p.765-787, 3 abr. 2017. Cambridge University Press (CUP).

GOPINATH, Gita; STEIN, Jeremy. Banking, trade, and the making of a dominant currency. **NBER working Paper**, n. 24.485, abr. 2018.

GORTON, Gary B. The history and economics of safe assets. **NBER Working Paper Series**, n 22.210, abr. 2016.

GUTTMANN, Robert. A primer on finance-led capitalism and its crisis. **Revue de la Regulation**, Grenoble, v. 3, n. 4, p. 1-19, 2008.

_____. **Finance-led capitalism:** Shadow banking, re-regulation, and the future of global markets. New York: Palgrave Macmillan, 2016.

HAEMING, B. et al. Trump: um perigo para o privilégio exorbitante de Wall Street? **Conjuntura Internacional**. Belo Horizonte., v. 14, p. 5-22, 2018. Online.

HEIN, Eckhard. Financialization, distribution, capital accumulation, and productivity growth in a post-Kaleckian model. **Journal of Post Keynesian Economics**, [s.l.], v. 34, n. 3, p. 475-496, abr. 2012.

HELLEINER, Eric. **States and the reemergence of global finance:** from Bretton woods to the 1990s. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

_____. Political determinants of international currencies: What future for the US dollar? **Review of International Political Economy**, [s.l.], v. 15, n. 3, p. 354-378, jul. 2008.

_____. **The status quo crisis:** Global financial governance after the 2008 meltdown. Nova Iorque: Oxford University Press, 2014.

_____. Downsizing the dollar in the age of Trump: The ambiguities of key currency status. **Brown J. World Aff.**, v. 23, p. 9, 2017.

HILFERDING, Rudoulf. **Finance capital:** A study in the latest phase of capitalist development. Nova Iorque: Routledge, 2006 [1910].

HKMA. **Monthly Statistical Bulletin**. n. 293, jan. 2019. Disponível em: <<https://www.hkma.gov.hk/eng/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml>>. Acesso em: 23 jan. 2019.

HOBSON, John A. **Imperialism:** a study. Nova Iorque: Cosimo Classics, 2005.

HUME, David. **David Hume writings on economics**. Madison: University of Wisconsin Press, 1955 [1752].

JEVONS, William Stanley. **Money and the mechanism of exchange**. Michigan: D. Appleton, 1875.

JIANG, Yang. The limits of China's monetary diplomacy. In: HELLEINER, Eric; KIRSHNER, Jonathan. **The great wall of money: Power and politics in China's international monetary relations.** Ithaca: Cornell University Press, 2014. Cap. 6. p. 156-184.

KALDOR, N. **The scourge of monetarism.** Oxford: Oxford University Press, 1982.

KALTENBRUNNER, Annina; LYSANDROU, Photis. The US dollar's continuing hegemony as an international currency: A double-matrix analysis. **Development And Change**, [s.l.], v. 48, n. 4, p. 663-691, 8 jun. 2017.

KALTENBRUNNER, Annina. A post keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach. **Journal of Post Keynesian Economics**, [s.l.], v. 38, n. 3, p. 426-448, out. 2015.

KATZENSTEIN, Peter J. Mid-atlantic: Sitting on the knife's sharp edge. **Review of International Political Economy**, [s.l.], v. 16, n. 1, p. 122-135, 16 fev. 2009.

KEYNES, John M. **The general theory of employment, interest and money.** 4. ed. Cambridge: The Royal Economic Society, 2013 [1936].

KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, panics, and crashes: A history of financial crises.** 5. ed. New Jersey: Wiley, 2005 [1973].

_____. **World economic primacy: 1500-1990.** Nova Iorque: Oxford University Press, 1996.

KIRSHNER, Jonathan. **Currency and coercion: the political economy of international monetary power.** New Jersey: Princeton University Press, 1995.

_____. After the (relative) fall: dollar diminution and the consequences for american power. In: HELLEINER, Eric; KIRSHNER,

Jonathan. **The future of dollar**. New York: Cornell University Press, 2009. p. 191-216.

_____. Same as it ever was? Continuity and change in the international monetary system. **Review of International Political Economy**, [s.l.], v. 21, n. 3, p. 1007-1016, 25 set. 2014.

KNAPP, G.F. **The state theory of money**. Clifton: Augustus M. Kelley, 1973 [1905].

KNIGHT, Frank H. **Risk, uncertainty and profit**. [Massachusetts, EUA](#): Courier Corporation, 2012 [1921].

KOEPKE, Robin. 2014. **Fed policy expectations and portfolio flows to emerging markets**. Working Paper, Institute of International Finance, Washington, DC, 2014.

KRASNER, S. D. Structural causes and regime consequences: regimes as intervening variables. **International Organization**, [s.l.], v. 36, n. 02, p. 185-205, mar. 1982. Cambridge University Press (CUP).

KROEBER, Arthur. China's global currency: lever for financial reform. **Monograph series, n. 3**, Brooking Tsinghua Center for Public Policy, 2013.

_____. **China's economy**: What everyone needs to know. Nova Iorque: Oxford University Press, 2016.

KRUGMAN, Paul. The international role of the dollar: theory and prospect. In: BILSON, John; MARSTON, Richard. **Exchange rate theory and practice**. Chicago: Marston, 1984. p. 261-278.

LAVOIE, Marc. Endogenous money: accommodationist. In: ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm. **A handbook of alternative monetary economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2006. p. 35-52.

_____. **Post-keynesian economics**: New foundations. Cheltenham: Edward Elgar, 2014.

MARAU, Steffen. Offshore dollar creation and the emergence of the post-2008 International Monetary System. **IASS Discussion Paper**, Institute for Advanced Sustainability Studies, Potsdam, jun. 2018.

MCDOWELL, Daniel. The US as ‘Sovereign international last-resort lender’: The Fed’s Currency Swap Programme during the Great Panic of 2007–09. **New Political Economy**, [s.l.], v. 17, n. 2, p. 157-178, abr. 2012.

MCDOWELL, Daniel. **Brother, can you spare a billion: the United States, the IMF, and the International Lender of Last Resort**. Nova Iorque: Oxford University Press, 2017.

McGUIRE, Patrick; VON PETER, Gotz. **The US dollar shortage in global banking and the international policy response**. BIS Working Papers n. 291, out. 2009.

MCKINNON, Ronald. U.S current account deficits and the dollar's standard sustainability: A monetary approach. In: HELLEINER, Eric; KIRSHNER, Jonathan. **The future of dollar**. New York: Cornell University Press, 2009. p. 24-45.

MEHRLING, Perry. Elasticity and discipline in the global swap network. **International Journal of Political Economy**, [s.l.], v. 44, n. 4, p. 311-324, 2 out. 2015.

METRI, Maurício. A diplomacia monetária dos Estados Unidos nos anos setenta. **Revista Tempo Mundo**, Brasília, v. 3, n. 1, p. 156-179, jan. 2017.

METRI, Maurício. Acumulação de poder, sistema e territórios monetários: uma análise teórica sobre a natureza da moeda e sua relação com a autoridade central. **Ensaio Fee**, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 397-422, nov. 2012.

MINSKY, H.P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.

_____. The Financial Instability Hypothesis. **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper**, n. 74, jul. 1999.

MOORE, B. J. **Horizontalists and verticalists**: The macroeconomics of credit money. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

MUNDELL, Robert. The euro and the stability of the International Monetary System. In: MUNDELL, Robert; CLESSE, Armand. **The euro as a stabilizer in the International Monetary System**. Nova Iorque: Springer, 2000. Cap. 5. p. 57-87.

NBD. **List of all projects**. 2019. Disponível em: <<https://www.ndb.int/projects/list-of-all-projects/page/3/>>. Acesso em: 31 jan. 2019.

NELSON, Stephen C.; KATZENSTEIN, Peter J. Uncertainty, risk, and the financial crisis of 2008. **International Organization**, [s.l.], v. 68, n. 2, p. 361-392, 2014. Cambridge University Press (CUP).

NERSISYAN, Y.; DANTAS; F. Rethinking liquidity creation: banks, shadow banks and the elasticity of finance. **Journal of Post-Keynesian Economics**, [s.l.], v. 40, n. 3, p. 279-299, out. 2017.

NORRLOF, Carla. Dollar hegemony: A power analysis. **Review of International Political Economy**, [s.l.], v. 21, n. 5, p. 1042-1070, 17 abr. 2014.

OCAMPO, José Antonio. Balance-of-payments dominance. **Macroeconomics And Development**, [s.l.], p. 211-228, 5 abr. 2016. Columbia University Press.

_____. **Resetting the International Monetary (non) System**. Oxford: Oxford University Press, 2017.

OECD. **Official development assistance – definition and coverage**. 2019. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dac/stats/officialdevelopmentassistancedefinitionandcoverage.htm>>. Acesso em: 5 fev. 2019.

PALMA, José Gabriel. Why has productivity growth stagnated in most Latin American countries since the neo-liberal reforms? **Cambridge Working Papers in Economics (CWPE)** 1030, 2011.

PAULA, Luiz Fernando de; FRITZ, Barbara; PRATES, Daniela M. Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. **Journal of Post Keynesian Economics**, [s.l.], v. 40, n. 2, p. 183-202, abr. 2017.

PBC. **China monetary policy report quarter three, 2018**. 2018.
Disponível em:
<<http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688353/3688356/3706387/index.html>>. Acesso em: 18 jan. 2019.

PLIHON, Dominique. **La monnaie et ses mecanismes**. Paris: La Decouverte, 2004.

POLANYI, Karl. **The great transformation: The political and economic origins of our time**. Boston: Beacon Press, 2001 [1944].

POSEN, Adam S. Why the euro will not rival the dollar. **International Finance**, [s.l.], v. 11, n. 1, p. 75-100, maio 2008.

PRASAD, E.; RAJAN, R.; SUBRAMANIAN, A. Foreign capital and economic growth. **Brookings Papers on Economic Activity**, Economic Studies Program, The Brookings Institution, v. 38, n. 1, p. 153–230, 2007.

PRASAD, Eswar. **The dollar Trap: How the U.S dollar tightened its grip on global finance**. Princeton: Princeton University Press, 2014.

PRASAD, Eswar. **Gaining currency**. Nova Iorque: Oxford University Press, 2016.

PRATES, Daniela M.; ANDRADE, Rogerio P. Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, [s.l.], v. 35, n. 3, p. 399-416, abr. 2013.

PRATES, Daniela M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 9, p. 263-288, ago. 2005.

RAMOS, Raquel Almeida. **Financialization and its implications on the determination of exchange rates of emerging market economies**. 2016. 457 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Université Paris 13, Paris, 2016.

REUTERS. **China's President Xi calls for increased efforts to maintain financial security**: Xinhua. 2017. Disponível em: <<https://www.reuters.com/article/us-china-economy-xi-idUSKBN17S16P>>. Acesso em: 24 jan. 2019.

REY, Helene. Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. **NBER Working Paper**, n. 21.162, 2015.

SAFE. **Foreign exchange reserves**. Disponível em: <<https://www.safe.gov.cn/en/2018/0517/1433.html>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

SANDERSON, Henry; FORSYTHE, Michael. **China's superbank: Debt, oil and influence – how China development bank is rewriting the rules of finance**. Cingapura: John Wiley & Sons, 2013.

SANTOS, Tom Claudino dos; BARBIERI, Walter. O Estado, o mercado e as finanças: o papel do sistema nacional no desenvolvimento chinês (1978-2014). In: GRANDO, Paulo Jonas; OLIVEIRA, Paulo Rogério Melo de. **Relações internacionais contemporâneas: teorias, olhares e interpretações sobre a complexidade do mundo**. Itajaí: Univali, 2016. Cap. 1. p. 13-54.

_____. Mudança ou complementariedade: O papel do Novo Banco de Desenvolvimento no campo do financiamento ao desenvolvimento a partir de uma perspectiva crítica. **Diplomatize**, João Pessoa, v. 5, n. 3, p.170-186, 2017.

SCHULMEISTER, Stephan. Globalization without Global Money: The Double Role of the Dollar as National Currency and World

Currency. **Journal Of Post Keynesian Economics**, [s.l.], v. 22, n. 3, p.365-395, mar. 2000.

SECCARECCIA, Mario; PARGUEZ, Alain. The credit theory of money: the monetary circuit approach. In: SMITHIN, J. **What is money?** London: Routledge, 2002. p. 111-133.

SERRANO, Franklin. Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In: **O poder americano**. 1. ed. Petrópolis (RJ): Vozes, 2004. p. 190-204.

SIFMA. **US Bond Market Issuance and Outstanding**. 2018. Disponível em: <<https://www.sifma.org/resources/research/us-bond-market-issuance-and-outstanding/>>. Acesso em: 18 dez. 2018.

STANDARD CHARTERED. **Offshore Renminbi – in search for momentum**. 2019. Disponível em: <<https://research.sc.com/reports/142628.pdf>>. Acesso em: 18 jan. 2019.

STATISTA. **Largest stock exchange operators worldwide as of April 2018, by market capitalization of listed companies (in trillion U.S. dollars)**. 2019. Disponível em: <<https://www.statista.com/statistics/270126/largest-stock-exchange-operators-by-market-capitalization-of-listed-companies/>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

STIGUM, Marcia; CRESCENZI, Anthony. **Stigum's money market**. New York: McGraw-hill, 2007.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, Cambridge, v. 28, n. 5, p. 719-741, 1 set. 2004. Oxford University Press (OUP).

STOKES, Doug. Achilles' deal: Dollar decline and US grand strategy after the crisis. **Review of International Political Economy**, [s.l.], v. 21, n. 5, p. 1071-1094, 8 maio 2013.

STRANGE, Susan. **Sterling and British policy**. Oxford: Oxford University Press, 1971.

_____. Cave! Hic dragones: A critique of regime analysis. **International Organization**, [s.i], v. 36, n. 2, p.479-496, abr. 1982.

_____. **States and markets**. London: Continuum, 1988.
SUBACCHI, Paola. **The people's money: How China is building a global currency**. Nova Iorque: Columbia University Press, 2017.

SUBRAMANIAN, Arvind. **Eclipse: Living in the shadow of China's economic dominance**. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2011.

SULLIVAN, Mark P. Venezuela: overview of U.S. sanctions. **Congressional Research Service**. jan. 2019. Disponível em: <<https://fas.org/sgp/crs/row/IF10715.pdf>>. Acesso em 27 jan. 2019.

SWIFT. **RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency**. 2013. Disponível em: <<https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre?tl=en#topic-tabs-menu>>. Acesso em: 17 jan. 2019.

_____. **RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency**. 2014. Disponível em: <<https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre?tl=en#topic-tabs-menu>>. Acesso em: 17 jan. 2019.

_____. **RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency**. 2015. Disponível em: <<https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre?tl=en#topic-tabs-menu>>. Acesso em: 17 jan. 2019.

_____. **RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international**

currency. 2016. Disponível em: <<https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre?tl=en#topic-tabs-menu>>. Acesso em: 17 jan. 2019.

_____. **RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency**. 2017. Disponível em: <<https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre?tl=en#topic-tabs-menu>>. Acesso em: 17 jan. 2019.

_____. **RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency**. 2018. Disponível em: <<https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre?tl=en#topic-tabs-menu>>. Acesso em: 17 jan. 2019.

TAVARES, M.C; MELIN, L.E. “Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana”. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Orgs.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Ed. Vozes, p. 55-86, 1997.

TILY, Geoff. Keynes Monetary theory of interest. BIS Paper nº65, 2012. Disponível em: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65c_rh.pdf. Acesso em: 25 fev. 2019.

TOOZE, Adam. **Crashed**: how a decade of financial crises changed the world. New York: penguin, 2018.

TORRES, Ernani Teixeira; POSE, Mirko. A internacionalização da moeda chinesa: disputa hegemônica ou estratégia defensiva? **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 1, p. 1-23, 11 jun. 2018.

TRADING ECONOMICS. **Japan foreign exchange reserves**. 2019. Disponível em: <<https://tradingeconomics.com/japan/foreign-exchange-reserves>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

TREASURY. **Monthly statement of the public debt of the United States**. 2018a. Disponível em: <<https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/mspd/2018/opds102018.pdf>>. Acesso em: 18 dez. 2018.

_____. **Securities (B): Portfolio holdings of U.S. and foreign securities**. 2018b. Disponível em: <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx>>. Acesso em: 18 dez. 2018.

VASUDEVAN, R. Finance, imperialism, and the hegemony of the dollar. **Monthly Review**, New York, v. 59, n. 11, p. 1-15, abr. 2008.

WALTER, Andrew. Domestic Sources of International Monetary Leadership. In: ANDREWS, David. **International Monetary Power**. Ithaca: Cornell University, 2006. Cap. 3. p. 51-72.

WALTER, Carl; HOWIE, Fraser. **Red capitalism: The fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise**. Cingapura: Wiley and Sons, 2012.

WORLDBANK. **China Data**. 2019. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/country/china>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

WRAY, R. **Modern money theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems**. Palgrave Macmillan, 2015.

WTO. **China**. 2019. Disponível em: <<http://stat.wto.org/CountryProfile/WSDBCountryPFView.aspx?Country=CN>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

YONGDING, Yu. How far can Renminbi internationalization go? In: EICHENGREEN, Barry; KAWAI, Masahiro. **Renminbi internationalization: achievements, prospects, and challenges**. Tóquio: Asian Development Bank Institute, 2015. Cap. 3. p. 53-85.

_____. The reform of China's exchange rate. In: GARNAUT, Ross; SONG, Ligang; FANG, Cai. **Fang China's 40 years of reform and development: 1978–2018**. Austrália: ANU Press, 2018. p. 313-328. Disponível em: <<http://press-files.anu.edu.au/downloads/press/n4267/pdf/ch17.pdf>>. Acesso em: 5 fev 2019.

ZYSMAN, John. **Governments, markets, and growth: financial systems and the politics of industrial change**. Ithaca: Cornell University Press, 1983.