

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

MIRKO LEVIS GONÇALVES POSE

**A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI E SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA O
SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL**

Porto Alegre

2015

MIRKO LEVIS GONÇALVES POSE

**A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI E SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA O
SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2015

CIP - Catalogação na Publicação

Pose, Mirko

A internacionalização do Renminbi e suas
consequências para o Sistema Monetário Internacional
/ Mirko Pose. -- 2015.
100 f.

Orientador: Marcelo Milan.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de
Ciências Econômicas, Curso de Relações Internacionais,
Porto Alegre, BR-RS, 2015.

1. China. 2. Renminbi. 3. Internacionalização. 4.
Sistema Monetário Internacional. I. Milan, Marcelo,
orient. II. Título.

MIRKO LEVIS GONÇALVES POSE

**A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI E SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA O
SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Relações Internacionais.

Aprovada em: Porto Alegre, ____ de ____ de 2015.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. André Moreira Cunha
UFRGS

Prof. Dr. Andrés Ernesto Ferrari Haines
UFRGS

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, à República Federativa do Brasil, pela oportunidade do ensino público e de qualidade. Deposito minha esperança de que este se expanda e se qualifique ainda mais, de modo a tornar-se verdadeiramente universal, e referência como gerador de conhecimento e formador de cidadania.

Gostaria de agradecer imensamente à minha família. Meu pai, minha mãe, meu avô e minha avó (*in memoriam*). Por todo o apoio, afeto e carinho que eu poderia querer, e ainda mais, não só nesses cinco anos de graduação, mas em toda minha vida. Sempre me apoiaram e incentivaram em todas as escolhas que fiz. Tudo que busquei foi também para dar orgulho a quem não teve as mesmas oportunidades, mas fez de tudo para que eu as tivesse.

Agradeço aos professores e funcionários da Faculdade de Ciências Econômicas por todo aprendizado, não apenas acadêmico. Em particular, ao professor José Miguel Quedi Martins e ao meu orientador professor Marcelo Milan. O primeiro foi um mestre e um guia no começo da jornada. Mostrou a importância de um conhecimento holístico, não só do singular ou particular, mas também do universal. Ao segundo, agradeço enormemente por ter me inspirado a estudar o que acabaria sendo a temática deste trabalho e guia a continuidade dos meus estudos. Não consigo encontrar palavras para descrever a gratidão pela oportunidade dos grupos de pesquisa, bolsas, orientações, leituras, conselhos, assim como por aturar meus insuperáveis atrasos.

Tenho muito a agradecer também à turma 08 do curso de Relações Internacionais da UFRGS. Não conseguiria imaginar um grupo melhor, mais dedicado e brilhante de pessoas para passar esse tempo. Fico feliz vendo todos seguindo os caminhos que escolheram, quaisquer que sejam. Especialmente, a um grupo de amigos: Simionato, Giordano, João Arthur, Júlia, Bruna, João Gabriel, Giovana, Renata, Ana, Henrique, Willian, Marília. Nada teria valido a pena se não fosse por vocês. Se tivesse a oportunidade, escolheria fazer tudo de novo.

Agradeço ainda a um segundo bando de amigos, formado no colégio, mas que segue para sempre. Gustavo, Chuck, Bottega, Ruan, Thiago, Ed, Gui, Velha, Bortolini, Índio, Murilo – também agradeço a vocês pela amizade nesse tempo todo, mesmo nas tantas vezes em que eu sumi. Espero que continuem a me aguentar, mesmo quando os caminhos se separam.

Por fim, agradeço a todos que ajudaram na elaboração deste trabalho. Em especial, aos professores da banca de avaliação, prof. dr. André Cunha e prof. dr. Andrés Ferrari, pelos comentários e apontamentos que contribuíram para a versão final deste. Quaisquer erros ou omissões presentes são de inteira responsabilidade do autor.

A teologia inteira está edificada sobre o falar-se do homem dos últimos quatro milênios como de um eterno, em direção ao qual todas as coisas do mundo desde seu início tenderiam naturalmente. Mas tudo veio a ser; não há fatos eternos: assim como não há verdades absolutas. – Portanto, o filosofar histórico é necessário de agora em diante e, com ele, a virtude da modéstia.

Friedrich Nietzsche

Um estudo da história das idéias é uma preliminar necessária para a emancipação do espírito. Não sei o que torna o homem mais conservador: conhecer apenas o presente, ou apenas o passado.

John Maynard Keynes

RESUMO

Esta monografia trata do processo de internacionalização da moeda chinesa, o RMB, e dos impactos deste sobre o Sistema Monetário Internacional. A hipótese apresentada é de que esse processo pode modificar a estrutura do sistema, causando o surgimento de um novo padrão monetário. Para buscar responder à questão central, são apresentados aspectos teóricos acerca do SMI e da internacionalização de uma moeda, e a evolução histórica que o sistema seguiu. O trabalho está dividido em cinco sessões: introdução, três capítulos de desenvolvimento, e conclusão. O primeiro capítulo trata da teorização, apresentando os conceitos considerados úteis para o entendimento do objetivo central. Assim, são descritas as características mais gerais do SMI, o conceito e as funções de uma moeda internacional, os benefícios e custos de um Estado ter sua moeda internacionalizada, e os determinantes da escolha de uma moeda internacional. O segundo capítulo tem um caráter histórico, sobre o desenvolvimento concreto do SMI. Aborda, sucessivamente, os diferentes regimes que se estabeleceram: o padrão ouro, o padrão do período entre guerras, o regime de Bretton Woods, o padrão dólar flexível atual, e os desafios ao dólar dentro do regime atual. O terceiro e último capítulo aborda mais diretamente a internacionalização do RMB, analisando esse processo. São tratados os objetivos perseguidos pelo governo chinês, a estratégia para alcançá-los, as ações tomadas com esse fim, e as perspectivas e impactos que essas podem ter sobre o SMI. Conclui-se que o RMB pode deslocar o dólar de sua posição de centro do sistema, precipitando a emergência de um novo padrão, com características marcadamente distintas. A principal delas é a formação de um sistema em que coexistam mais de uma moeda central. Entretanto, essa mudança se afigura apenas no longo prazo. No curto prazo, compreende-se que não deve haver alterações significativas no padrão monetário presente.

Palavras-chave: Internacionalização; Renminbi; China; Sistema Monetário Internacional.

ABSTRACT

This paper deals with the process of internationalization of the Chinese currency, the RMB, and the impacts of this on the International Monetary System. The hypothesis presented is that this process can modify the system structure, causing the emergence of a new monetary standard. To seek answering the central question, are presented theoretical aspects about the IMS and the internationalization of a currency, and the historical evolution that the system followed. The paper is divided into five sections: introduction, three development chapters, and conclusion. The first chapter deals with the theory, presenting the concepts considered useful for understanding the main objective. Thus, are described the most general characteristics of the IMS, the concept and functions of an international currency, the benefits and costs of a state having their currency internationalized, and the determinants of the choice of an international currency. The second chapter is of an historical character, on the concrete development of the IMS. Addresses successively the different schemes that have been established: the gold standard, the standard of the interwar period, the Bretton Woods regime, the current floating dollar standard, and the challenges to the dollar under the current regime. The third and final chapter addresses more directly the internationalization of the RMB, analyzing this process. There are treated the objectives pursued by the Chinese government, the strategy to achieve them, the actions taken to that end, and the prospects and impact these can have on the IMS. We conclude that the RMB may displace the dollar from its center position on the system, precipitating the emergence of a new standard, with markedly different characteristics. The main one is the formation of a system in which coexist more than one central currency. However, this change would appear only in the long term. In the short term, it is understood that there should be no significant changes in this present monetary standard.

Keywords: Internationalization; Renminbi; China; International Monetary System.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – As funções da moeda em âmbito internacional.....	20
Quadro 2 – Custos e benefícios de uma moeda internacionalizada.....	27
Quadro 3 – Determinantes do uso de uma moeda internacional.....	33
Quadro 4 – Três movimentos para a internacionalização do RMB.....	73
Quadro 5 – Programa-piloto de liquidação do comércio exterior.....	77

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ASEAN	– <i>Association of Southeast Asian Nations</i>
BCE	– Banco Central Europeu
BP	– Balanço de Pagamentos
BPC	– Banco Popular da China
EUA	– Estados Unidos da América
DES	– Direitos Especiais de Saque
FED	– <i>Federal Reserve System</i>
FMI	– Fundo Monetário Internacional
PIB	– Produto Interno Bruto
QDII	– <i>Qualified Domestic Institutional Investor</i>
QFII	– <i>Qualified Foreign Institutional Investor</i>
RMB	– <i>Renminbi</i>
SI	– Sistema Internacional
SMI	– Sistema Monetário Internacional
URSS	– União das Repúblicas Socialistas Soviéticas

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
2 ASPECTOS TEÓRICOS.....	13
2.1 O Sistema Internacional e o Sistema Monetário Internacional.....	13
2.2 A moeda internacional.....	18
2.3 Benefícios e custos para um Estado emissor de uma moeda internacional.....	22
2.4 Determinantes do uso de uma moeda internacional.....	28
3 A EVOLUÇÃO HISTÓRICA E A CONFIGURAÇÃO ATUAL DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL.....	35
3.1 O padrão ouro.....	35
3.2 O padrão monetário do período entre guerras.....	43
3.3 O regime de Bretton Woods.....	45
3.4 O padrão monetário atual.....	55
3.5 Desafios ao dólar.....	61
4 O PROCESSO DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO <i>RENMINBI</i>.....	66
4.1 Objetivos da internacionalização do RMB.....	67
4.2 Estratégia de internacionalização do RMB.....	71
4.3 Ações de internacionalização do RMB.....	74
4.3.1 Ações na esfera comercial.....	76
4.3.2 Ações na esfera financeira.....	78
4.4 Perspectivas e impactos sistêmicos.....	84
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	92
REFERÊNCIAS.....	95

1 INTRODUÇÃO

A ascensão da China é um dos fenômenos de maior importância internacional neste início de século XXI. O país passou, em pouco mais de trinta anos, desde o processo de reformas econômicas e abertura na década de 70 até o presente, de um estado de isolamento político e estagnação econômica a uma economia pujante e potência política e militar (CINTRA; MARTINS, 2013; KISSINGER, 2011; MEDEIROS, 2008; NONNENBERG, 2010; SPENCE, 1996). É hoje certamente um dos polos de poder dentro do cenário internacional. Suas ações têm impactos e desdobramentos que afetam todos os outros Estados.

Dentro da lógica do crescimento econômico e integração mundial da China, o país passou a interagir e, desse modo, a ser influenciado e a influenciar, cada vez mais o Sistema Monetário Internacional. A China soube extrair alguns benefícios do padrão vigente, mas também foi afetada por suas crises e instabilidades (CINTRA; MARTINS, 2013; CHIN; YONG, 2011; CUNHA; BIANCARELLI; PRATES, 2007). Assim, na esteira da expansão financeira do país, o governo chinês decidiu tentar ganhar alguma autonomia frente ao regime atual, ancorado no dólar norte-americano. Para isso, a solução encontrada foi utilizar sua própria moeda em âmbito internacional (ANDRADE; CUNHA, 2011; CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; FAN, 2012). O objeto de pesquisa desta monografia é exatamente o processo de internacionalização da moeda chinesa - o *renminbi*.

A questão que guia o trabalho é descobrir se e como tal processo, na medida em que se materialize cada vez mais como realidade, é capaz de afetar a estrutura do Sistema Monetário Internacional. A configuração deste reflete, de alguma maneira, as relações de poder do Sistema Internacional de forma mais ampla. Ou seja, o padrão monetário atual está baseado numa moeda-chave, o dólar norte-americano, apoiado pelo poder político e econômico de seu Estado (ANDRADE; CUNHA, 2010; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; EICHENGREEN, 2011). Entretanto, a China vem crescendo economicamente e acumulando capacidades políticas. Uma outra pergunta que se faz é se essas, aliadas à vontade de internacionalizar sua moeda, são suficientes para ocasionar uma alteração da ordem monetária internacional.

A hipótese central apresentada é que tal processo de internacionalização tem o potencial de alterar o modelo atual de funcionamento do sistema monetário. Como já mostrado, o arranjo existente se baseia no dólar para desempenhar as funções de uma moeda (reserva de valor, meio de troca e unidade de conta, tanto privado quanto para as autoridades monetárias centrais dos Estados) em âmbito internacional (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Uma maior utilização do *renminbi* deslocaria a posição da moeda

estadunidense como única moeda-chave do sistema. Assim, seria capaz de alterar a estrutura do Sistema Monetário Internacional, conferindo-lhe uma nova configuração.

O objetivo geral da monografia é então entender as consequências sistêmicas de tal processo. Para tanto, busca-se primeiro compreender a evolução dos diferentes padrões e arranjos monetários ao longo da história recente, para depois entender o funcionamento do padrão atual, analisar especificamente a internacionalização da moeda chinesa, e por fim teorizar sobre quais seriam os resultados decorrentes. Ainda, conclui-se o trabalho traçando perspectivas para a internacionalização do *renminbi* e para as relações monetárias globais.

Para atingir tal o objetivo geral, este foi desdobrado em objetivos específicos. O primeiro deles é encontrar uma base teórica para se entender o Sistema Monetário Internacional e o processo de internacionalização de uma moeda. O segundo é compreender a composição histórica de tal sistema, para que se possa analisar a forma atual dele. O terceiro é enquadrar, nesses marcos teóricos e históricos, e analisar o processo de internacionalização do *renminbi*. Por fim, o último objetivo específico almejado é apresentar perspectivas e consequências encontradas sobre aquele processo, assim como as possibilidades para o sistema.

Entende-se que o trabalho se justifica pela relação da internacionalização da moeda com a ascensão chinesa que, como comentado, é um acontecimento de suma importância e impacto. Ademais, as questões relativas a um sistema monetário internacional, e as possibilidades de mudanças nele, têm implicações profundas. Interpretar quais os impactos que a internacionalização de uma moeda teria sobre esse sistema, e prospectar quais os rumos futuros dele, e conectar esses pontos com o novo papel da China, são imprescindíveis para entender o sistema internacional contemporâneo. Ainda, constatou-se que o tema, apesar de apresentar vasta literatura, possui poucas obras em português, trabalhadas a partir de uma perspectiva brasileira. A presente monografia, nesse sentido, pretende se inserir e contribuir para o debate acerca do tema.

Com essa finalidade, a metodologia empregada na investigação se constitui de uma revisão bibliográfica e análise de dados secundários. São utilizados trabalhos anteriores que versam sobre o tema ou temas afins, para se obter um arcabouço teórico e bases conceituais, a fim de dialogar com os entendimentos anteriores. Para realizar a apreciação histórica, são empregadas também bibliografias descritivas. Ainda, buscaram-se dados, a fim de obter-se também a dimensão quantitativa do fenômeno estudado.

O trabalho está estruturado em mais quatro partes, além desta primeira. No primeiro capítulo, são discutidas as questões conceituais, acerca do Sistema Monetário Internacional, da

moeda internacional, dos benefícios e custos para o Estado emissor dessa moeda, e dos determinantes do uso de uma moeda internacional. No segundo capítulo, é feita uma leitura histórica dos diferentes padrões monetários que existiram: sua formação, evolução e declínio, para enfim chegar à atual configuração e entender seu funcionamento. No terceiro capítulo, são abordadas mais diretamente as questões referentes ao processo de internacionalização da moeda chinesa, para analisar seu transcurso e suas implicações futuras. Por fim, o trabalho apresenta uma conclusão sobre os resultados obtidos.

A investigação conclui que a moeda chinesa deve ser utilizada de forma mais ampla no âmbito internacional nos próximos anos, de modo a rivalizar com o dólar. Assim, compreende-se que a internacionalização do *renminbi* pode causar uma mudança profunda no atual padrão monetário. Estas iriam na direção da formação de um regime multi-monetário, onde mais de uma moeda desempenharia funções relevantes. Tal sistema aponta para um caráter regional, com cada moeda sendo mais utilizada em uma região geográfica específica. Entretanto, este resultado será alcançado somente num período mais dilatado de tempo. No curto prazo, não devem ser experimentadas mudanças substantivas no Sistema Monetário Internacional, com o padrão dólar flexível mantendo-se vigente.

2 ASPECTOS TEÓRICOS

O presente trabalho tem por objeto o processo de internacionalização da moeda chinesa, o *renmibi* (RMB). Pretende-se elucidar quais os impactos que este teria sobre o Sistema Monetário Internacional (SMI). Para tanto, o trabalho está dividido em capítulos que tem objetivos específicos, a fim de compor uma base sobre a qual se poderá estudar o objeto principal. Em linhas gerais, este primeiro capítulo é de caráter teórico, o segundo, histórico, enquanto o último capítulo é analítico, tratando de modo mais direto sobre a internacionalização do RMB.

O objetivo principal deste primeiro capítulo, então, é efetuar uma conceituação teórica sucinta, porém tratando de um escopo temático abrangente, acerca de questões relativas ao SMI e à internacionalização de uma moeda. Entende-se que este referencial analítico é necessário para compreender-se o processo supracitado. Desse modo, são elencados e trabalhados conceitos e ideias que baseiam o restante da pesquisa. Para tanto, o presente capítulo também está dividido em seções.

Na primeira delas, busca-se apreciar o que se entende como o fundamento mais básico a permear o trabalho. Este seria o SMI, o sistema onde estão inseridas as relações monetárias internacionais, e onde ocorreria o processo de internacionalização de uma moeda. Porém, antes o trabalho trata de algo logicamente anterior ao SMI: o próprio Sistema Internacional (SI), onde aquele está inserido. Na segunda seção, aborda-se especificamente a questão da moeda internacional que é utilizada no SMI. Disserta-se sobre o que é uma moeda, tanto em âmbito nacional quanto internacional, e as funções que ela deve desempenhar. A seguir são discutidos os benefícios e custos de um Estado ter sua moeda internacionalizada. Por fim, são elencados quais seriam os determinantes desse uso, ou seja, o que levaria uma moeda a ser utilizada na esfera internacional.

É importante frisar que as avaliações aqui feitas não são de caráter definitivo, nem se busca uma teorização inovadora acerca do tema. Procurou-se apenas sintetizar e relacionar aquelas contribuições que se julgaram necessárias para o entendimento do trabalho. O debate acerca desse assunto não é exaurido nem esgotado em todos os seus aspectos. O caráter geral do trabalho não é eminentemente teórico. Aceita-se também que se pode incorrer em falhas de avaliação, mesmo que a abordagem apresentada seja discutida criticamente.

2.1 O Sistema Internacional e o Sistema Monetário Internacional

Como apresentado acima, o primeiro objetivo deste capítulo é fazer uma avaliação do

SMI, sistema onde se realizariam as relações monetárias e de onde partiria a internacionalização de uma moeda. Entretanto, é preciso antes estabelecer uma base de onde parte tal sistema. Entende-se que esse provém de um conjunto de relações mais amplo, onde interações não só de caráter monetário são realizadas. Para a existência de um sistema monetário internacional, deve antes existir um sistema internacional.

O “Sistema Internacional” é o campo onde ocorrem as relações de grupos sociais organizados através das fronteiras de suas unidades políticas definidas (SEITENFUS, 2004). O sistema pode ser definido como a soma das estruturas concernentes a essas relações e das unidades que as performam. A estrutura é determinada por três elementos: em primeiro lugar, o princípio ordenador das unidades que compõe o sistema, a hierarquia formal entre elas; em segundo lugar, a diferenciação funcional entre as unidades, a “divisão de trabalho” entre elas para o funcionamento do sistema; e por último, a distribuição de capacidades entre as unidades (SCANDUCCI FILHO, 2013). A unidade básica de análise é o Estado, sendo esse o maior nível de organização política de um grupo social encontrado no sistema. Portanto, o SI é analisado, basicamente, pela ótica dos Estados (MEARSHEIMER, 2003). No SI, identifica-se uma falta de hierarquia formal entre esses Estados, não havendo também nenhuma instituição político-jurídica acima deles. Da mesma forma, há uma baixa diferenciação funcional das unidades: todas elas desempenham basicamente as mesmas funções dentro do sistema, qual seja, algum modo de assegurar a continuação de sua própria existência (MEARSHEIMER, 2003; SCANDUCCI FILHO, 2013).

Assim, a política internacional nos últimos séculos manteve-se praticamente igual em suas características estruturais. O princípio ordenador permaneceu o mesmo, a anarquia – a falta de uma hierarquia explícita e aceita entre os Estados e a não subordinação a qualquer poder supranacional. A diferenciação das unidades também se manteve baixa ou nula, todas elas buscando assegurar sua existência. O que se altera, e que seria o elemento dinâmico do sistema, é a distribuição de capacidades entre os atores. A distribuição do poder relativo entre os Estados é que tem mudado as interações entre tais atores durante esse período, dando origem às diferentes formatações do SI (SCANDUCCI FILHO, 2013).

Devido à situação de anarquia, não há, *a priori*, nenhuma autoridade supranacional nem lei internacional com força jurídica de punição. Portanto, os Estados devem buscar algum modo de ordenar suas relações e garantir sua sobrevivência. As relações entre as unidades do sistema se baseiam, então, nos atributos de cada um deles. Não havendo tal autoridade, também não há sistema de proteção acima dos Estados que garantam sua sobrevivência e que os proteja uns

dos outros. Assim, a continuação da existência desses Estados se baseia em suas próprias capacidades, o que os leva a buscar poder e melhorar sua posição na hierarquia de poder implícita entre eles (MEARSHEIMER, 2003; SCANDUCCI FILHO, 2013).

Feita essas considerações, apresenta-se uma caracterização, também sumária, do SMI. Este é entendido como uma parte constituinte do SI, um subsistema que representa relações específicas dentro do sistema mais amplo. Portanto, os atributos e características do SI afetam diretamente a constituição do SMI, visto que ele é uma parte integrante de um sistema internacional mais amplo. Apresenta, porém, características distintas, próprias, correlacionadas com aquelas do sistema geral. Também, a arquitetura do SMI se interliga com os atributos apresentados pelos outros subsistemas do SI – que representam relações políticas, jurídicas, securitárias, etc. (CINTRA; MARTINS, 2013; CHEY, 2013; COHEN, 2009; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; EICHENGREEN, 2000; FIORI, 1999). É importante frisar que esta separação mais formalizada feita aqui, entre um SI mais amplo, abarcando questões gerais, e subsistemas menores, que representam componentes específicos desse sistema, é apenas de caráter analítico. Não se pretende aduzir que esta exista empiricamente. Pelo contrário, são reconhecidas e aceitas as interconexões entre os componentes econômicos e os políticos, jurídicos, securitários, etc. Entretanto, sendo impossível apreender toda a realidade, entende-se como necessária esta separação, a fim de delimitar um objeto de pesquisa mais claro e aprofundar-se nele, para se compreender suas implicações para o todo.

Assim, entende-se o SMI como o componente que dá conta das transações monetárias dentro do SI, sendo o arranjo monetário que permite a realização das transações internacionais. Conceitualmente, pode ser definido como

as regras e instituições para os pagamentos internacionais. Menos abstratamente, se refere aos regimes monetários dos países, às regras para intervenção caso a taxa de câmbio seja fixa ou administrada de algum modo, e às instituições que dão suporte a essas regras caso haja um problema (através de créditos oficiais, controles, ou mudanças na paridade)¹. (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009, p. 5, tradução nossa).

De modo semelhante, Conti, Prates e Plihon (2013, p. 23) definem as regras que determinam o funcionamento do SMI como dizendo respeito “[a]os regimes cambiais vigentes, a infraestrutura concernente (sobretudo os mercados cambiais) e as instituições envolvidas

¹ No original: “the rules and institutions for international payments. Less abstractly, it refers to the currency/monetary regimes of countries, the rules for intervention if an exchange rate is fixed or managed in some way, and the institutions that back those rules if there is a problem (through official credits, controls, or parity changes” (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009, p. 5)

(bancos centrais, Fundo Monetário Internacional – FMI, etc.) ”.

Abstratamente, pode-se dizer que o SMI seria a “cola” que mantém ligadas as economias dos diferentes países (EINCHENGREEN, 2000), através da intermediação dos intercâmbios internacionais por algum meio monetário. Fiori (2008) entende essa mediação como ontológica ao sistema: considera que não há nem capitais nem capitalismo completamente desvinculados de uma base territorial, portanto, de algum poder político de caráter nacional. Todas as interações econômicas na arena internacional passariam, necessariamente, pela mediação de um poder político e de uma moeda nacional; daí a constituição de um sistema que ordene as relações monetárias entre os agentes – e suas respectivas moedas – do SI.

Segundo essas definições, existem regras e instituições, implícitas ou explícitas, mais ou menos formalizadas, dependendo do momento histórico, que regulam e moldam as relações econômicas de caráter monetário entre os agentes do sistema. Tomadas em seu conjunto, estas conformariam um SMI. Tais regras diriam respeito tanto a processos multinacionais, de que participam uma grande parte (se não todos) os agentes do sistema, quanto a processos nacionais, que se referem a como cada agente se relaciona individualmente com o sistema. Assim, constituem o SMI, por um lado, as regras e instituições globais que definem os padrões gerais do sistema, que condicionam as opções disponíveis e a que todos os participantes estão submetidos – o sistema global de reserva de valor, o arranjo de compensações, as organizações regulatórias ou supervisoras, etc. Por outro lado, também constituem o SMI os mecanismos pelos quais as economias nacionais e seus agentes internos se articulam com o sistema – os modos de definição das taxas de câmbio, os meios para a alteração destas, as instituições que dão conta dessas questões, etc.

O objetivo de um regime monetário internacional seria assegurar a realização das trocas internacionais de modo satisfatório. Mais especificamente, os objetivos seriam “dar ordem e estabilidade aos mercados cambiais, promover a eliminação de problemas no balanço de pagamentos e proporcionar acesso a créditos internacionais” (EICHENGREEN, 2000, p. 23). Em outra versão, tem-se que esses objetivos seriam

- i)* assegurar o intercâmbio e a circulação das moedas em âmbito internacional, de acordo com os regimes cambiais e as regras de convertibilidade das moedas; *ii)* permitir o ajuste dos balanços de pagamentos, principalmente no que diz respeito aos desequilíbrios externos; e *iii)* assegurar a liquidez internacional, fornecendo à economia mundial a moeda necessária para os intercâmbios internacionais (GUILLAUMIN; PLIHON, 2008 apud CONTI, PRATES, PLIHON, 2013, p. 24)

De modo geral, ambas definições convergem quanto aos principais objetivos de um SMI.

Em primeiro lugar, o mais premente é garantir um ordenamento que proporcione um ambiente seguro para as trocas entre os agentes de tal sistema, levando em conta os regimes monetários e cambiais dos participantes. Para isso existiriam os padrões e veículos de pagamentos amplamente aceitos, que servem como meio de correspondência entre as diferentes moedas nacionais. Em segundo lugar, o SMI teria por objetivo proporcionar algum modo de ajustamento dos desequilíbrios no balanço de pagamentos (BP), que é o instrumento contábil de relação das economias nacionais com o resto do mundo. Portanto, o SMI deve proporcionar um meio de os Estados intervirem para mudar sua posição relativa (deficitária ou superavitária) do BP, se assim desejarem. E por fim, o SMI teria por objetivo prover liquidez e crédito internacional aos participantes do sistema, de modo a assegurar a continuidade das transações internacionais.

Vale notar que estes objetivos podem ser explícitos e declarados, mas também podem ser implícitos ou mesmo inconscientes. Conceitualmente, os objetivos do SMI podem ser definidos assim; na realidade, entretanto, tais objetivos podem não ser explicitados ou reconhecidos pelos participantes de uma dada arquitetura monetária internacional. Pretende-se apontar, entretanto, que por trás de qualquer ideologia ou discurso que possa embasar certa formatação, esses são os objetivos gerais que permeariam a própria existência de um SMI, independente do que seus participantes externem.

Por fim, também é importante ressaltar que esta definição conceitual do SMI possui uma aceção ampla. A teorização apresentada aqui possui um caráter atemporal, não ligada especificamente a qualquer situação histórica, mas abarcando todas as arquiteturas do SMI que já existiram. Porém, as variáveis utilizadas na conceituação, apesar de estarem presentes em qualquer forma do SMI, podem modificar-se em característica com o tempo. O que se quer dizer é que o SMI pode apresentar-se empiricamente de diferentes maneiras, em diferentes momentos históricos, dependendo da conjunção dessas variáveis. As diferentes conjunções dão forma aos que se chamará aqui de padrões ou regimes monetários internacionais (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2000; MEDEIROS; SERRANO, 1999). Somado a isso, o SMI apresenta um desenvolvimento histórico, com forte influência dos arranjos precedentes. Os novos padrões e regimes não são independentes das formulações prévias do sistema – o que conceitualmente é chamado de dependência de trajetória, ou seja, os rumos que o sistema toma são dependentes de sua trajetória prévia (EICHENGREEN, 2000). Nesta seção se buscou apresentar o quadro teórico sobre o qual se entende o SMI; as formas concretas que este tomou através da história e suas imbricações com questões geopolíticas – em outras palavras, os

padrões e regimes monetários internacionais que vigoraram historicamente – são analisadas mais adiante, no capítulo dois.

2.2 A moeda internacional

Uma questão importante, que não foi tratada até agora, é: qual é especificamente o meio monetário de tal sistema? O SMI, por definição, certamente possui alguma moeda – ou algo próximo ao que comumente tomamos como moeda. Entretanto, aceitas as características do SI e do SMI descritas na seção anterior, a questão monetária no ambiente internacional apresenta complicações e problemas distintos de uma economia nacional que emite sua moeda. Igualmente, apresentará soluções e medidas distintas.

Primeiramente, é importante fazer definições básicas. “Moeda” aqui é entendida no seu sentido amplo; segundo a teoria monetária (ao menos a mais amplamente difundida), moeda é qualquer ativo que desempenhe as seguintes funções: meio de troca – um meio universalmente aceito de realizar pagamentos; unidade de conta – uma medida de valor econômico amplamente reconhecida para todas as transações, bens e serviços; e reserva de valor – um meio de transferir poder de compra do presente para o futuro que, *a priori*, não perca esse poder com o tempo (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

A princípio, poder-se-ia dizer que uma moeda em âmbito internacional (portanto, uma moeda internacional) é também qualquer ativo que desempenhe aquelas mesmas funções no âmbito internacional, fora da jurisdição de um único Estado – no caso, do próprio Estado emissor dessa moeda (ANDRADE; CUNHA, 2011; CHEY, 2013; KENEN, 2011). Todavia, essa acepção da teoria monetária foi desenvolvida tendo em vista economias nacionais. Nessas, há uma autoridade legal que emite a moeda nacional, a qual tem validade dentro das fronteiras bem estabelecidas daquele Estado. O curso dessa moeda nacional é validado pelas leis e instituições nacionais, e garantido pelo uso (ou ameaça do uso) da força por uma autoridade central. Tal situação, certamente, difere do SI.

Como apontado, o SI se diferencia de um Estado soberano pela fragmentação política, por não haver nenhuma autoridade central. Não havendo nenhum poder político-jurídico centralizado, também não há nenhuma instituição que emita e force o curso legal (com possibilidade de penalização para o não-uso ou não-aceitação) de uma moeda (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Nesse sentido, a economia mundial nunca teve uma “moeda internacional” emitida e gerida por uma autoridade supranacional (AGLIETTA, 1986 apud CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 23). Como inexistente essa instituição supranacional para

emitir uma moeda internacional, os intercâmbios globais estão associados, majoritariamente, ao uso internacional de moedas nacionais² dos Estados participantes do sistema (COHEN, 2011, 2009; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Existe aqui, já na definição conceitual, uma dimensão política na caracterização da economia mundial e de sua ordem monetária, posto que há uma possível disjunção entre a jurisdição das instituições emissoras das moedas e os mercados em que tais moedas operam (COHEN, 2009).

O simples alargamento do conceito básico é, então, insuficiente para dar conta da questão de uma moeda internacional, já que as condições políticas estruturais são muito distintas. Como apontado, o SMI tem especificidades próprias, que demandam um refinamento deste conceito. Esta elaboração pode ser feita, em linhas gerais, de duas maneiras diferentes (CHEY, 2013), mas que podem ser conciliadas. Seriam dois modos distintos de encontrar o que serve como moeda internacional, ou categorizar os diferentes ativos que servem a este propósito.

O principal refinamento a ser empreendido é a diferenciação de cada função em dois níveis: oficial e privado (CHEY, 2013; COHEN, 2012, 2011, 2009; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Essa decorre, teoricamente, da ausência de um Estado mundial que determine a circulação de uma única moeda global. Os intercâmbios internacionais, como já dito, desse modo são realizados majoritariamente através de moedas nacionais emitidas pelos Estados do sistema. Cada um deles tem, em princípio, a possibilidade de escolher livremente a moeda nacional com a qual irá transacionar (essa suposta liberdade de escolha entre uma plethora de moedas nacionais é apenas teórica, na realidade, apenas algumas poucas servem como moeda em âmbito internacional – tal questão é discutida mais adiante). Com isso, temos a possibilidade – que de fato é constatada em larga escala – de um Estado utilizar internacionalmente uma moeda diferente da que ele mesmo emite. Também, como não há força legal para impelir o uso de uma moeda, os agentes privados podem operar com moedas nacionais diferentes daquela de seu Estado de origem. A demanda oficial ou pública, por parte das autoridades centrais, por moeda tem um caráter distinto daquela feita por agentes privados. Por fim, aponta-se que as

² Dentro das configurações históricas onde o SMI esteve inserido, os Estados foram e são as principais unidades políticas e, portanto, os principais atores do SI. Assim, as funções de uma moeda internacional têm sido desempenhadas pelas moedas nacionais desses Estados. Entretanto, em 1999 a União Europeia passou por uma união monetária, com o euro sendo introduzido em substituição à várias moedas dentro daquela união. Pode ser considerado assim uma moeda supranacional, gerida por uma instituição (o Banco Central Europeu - BCE) que congrega vários Estados. O euro passou a ser utilizado, assim como algumas das moedas às quais substituiu, para realizar transações também fora da jurisdição daqueles Estados que o adotam internamente. Portanto, “internacionalmente”. Apesar de não ser uma moeda nacional propriamente, o euro também não pode ser classificado como uma moeda mundial de uma autoridade global. Assim, para os fins específicos deste trabalho, ele se comporta como uma moeda nacional – apesar de todas suas particularidades. Ao se referir às moedas nacionais, o presente trabalho também inclui o euro dentro desta categoria.

transações que os Estados operam entre si e com agentes privados de outros Estados são de caráter diferente daquelas perpetradas entre os entes privados de uma economia nacional e entre esses e o Estado nacional a qual estão submetidos.

Portanto, para compreender as funções de uma moeda internacional, é necessário levar em conta os âmbitos público e privado. Chegar-se-ia assim a seis papéis que um ativo poderia desempenhar para servir como moeda internacional. Como meio de troca privado, um ativo seria moeda ao participar no faturamento do comércio internacional, e também provendo créditos e liquidando débitos desse comércio. Ainda, um ativo é um meio de troca privado ao ser negociado diretamente por outros ativos em mercados cambiais. Como meio de troca oficial, um ativo é moeda quando é utilizado pelos Estados para intervir nos mercados cambiais a fim de alterar as taxas de câmbio ou de interferir diretamente nas condições de liquidez e de oferta e demanda de certa moeda (CHEY, 2013; COHEN, 2012; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Como unidade de conta privada, uma moeda internacional é aquela que precifica e denomina o comércio e os investimentos dos agentes. Já a unidade de conta oficial é aquela que é utilizada como ancora ou referência cambial, contra a qual as outras moedas nacionais têm seu valor medido. Por último, o papel de reserva de valor privado se dá por aqueles ativos que servem para a preservação intertemporal de valor econômico no mercado financeiro internacional. A reserva de valor oficial é aquela que é utilizada como divisa internacional, servindo para preservar valor acumulado pelas autoridades nacionais, sendo o lastro monetário para as intervenções nos mercados cambiais (CHEY, 2013; COHEN, 2012; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Sumariamente, as seis funções de uma moeda internacional podem ser resumidas no seguinte quadro:

Quadro 1 – As funções da moeda em âmbito internacional

Função	Uso privado	Uso público
Meio de pagamento	Meio de pagamento/moeda veicular	Moeda de intervenção
Unidade de conta	Moeda de denominação	Moeda de referência (âncora)
Reserva de valor	Moeda de investimento e financiamento	Moeda reserva

Fonte: Conti, Prates, Plihon (2013, p. 26), com base em Cohen (1977)

Definimos assim moeda internacional como um ativo que desempenha ao menos uma

das funções acima, para mais de um Estado ou agentes privados de mais de um Estado (CHEY, 2013; COHEN, 2012, 2011, 2009; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Aqui também se aponta que esta separação estrita é de caráter apenas analítico, na realidade, estas funções estão altamente imbricadas, afetando umas às outras mutuamente. Pela avaliação empírica dessas variáveis, constata-se também que nenhuma moeda nacional desempenha apenas uma função. Devido ao alto grau de interrelação e sinergia, o desempenho de um dos papéis apresentados acaba acarretando sua utilização em outro. Uma última consideração a ser feita é que essa tipologia não é isônoma: dependendo da formulação do padrão monetário vigente, uma ou outra função pode ganhar destaque – no atual SMI, devido à preponderância da esfera financeira, a função de reserva de valor, tanto no mercado financeiro privado quanto a moeda reserva oficial, têm se sobreposto às outras em importância (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

O segundo modo de entender o que é uma moeda internacional, segundo Chey (2013), é categorizar as moedas não apenas por sua função, mas também pelo alcance geográfico em que elas desempenham essas funções. Assim, faz-se uma tipologia das moedas nacionais que leva em conta quantas funções essas desempenham em âmbito internacional e a extensão do domínio ou influência que exercem. Essa tipologia explicita uma hierarquia entre as moedas nacionais utilizadas para transações internacionais. Há uma correlação negativa entre o número de funções desempenhadas e o alcance geográfico dessas, e o número de moedas utilizadas: quanto maior forem as primeiras duas variáveis, menor será a terceira. Portanto, existe um número muito limitado de moedas que desempenham todos os seis papéis em escala verdadeiramente global³ (COHEN, 2011; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; STRANGE, 1971 apud CHEY, 2013, p.5). Esta tipologia não será formalmente utilizada neste trabalho, por se entender que foge do seu espectro buscar classificar as moedas dentro dessas categorias. Entretanto, são reconhecidas as contribuições para o entendimento da questão aqui trabalhada. Ademais, as variáveis utilizadas para fazer esta classificação permeiam toda a monografia. Tais variáveis agregam fatores políticos aos estritamente econômicos das funções da moeda. Portanto, o uso de uma moeda nacional em dada função ou em certa região geográfica pode não ser explicado por fatores puramente econômicos, mas também por negociações políticas, acordos militares, costumes sociais, etc. (CHEY, 2013).

Em suma, as características estruturais do SI e do SMI, apresentadas na seção anterior,

³ A tipologia feita por Cohen (2011, p. 21-22) divide as moedas que circulam internacionalmente em “top currencies”, “patrician currencies” e “elite currencies”. De modo muito semelhante, Strange (1971 apud CHEY, 2013, p. 5) divide as moedas internacionais em “master currencies”, “top currencies”, “negotiated currencies” e “neutral currencies”.

determinam que não há uma moeda realmente mundial. Desse modo, as transações internacionais são feitas em moedas nacionais dos Estados participantes do sistema. Como as características do ambiente internacional são diferentes de uma economia nacional, o entendimento do que é uma “moeda” deve ser redefinido. Conclui-se, assim, que para o funcionamento do SMI, é necessário que os Estados “internacionalizem” suas moedas, ou seja, ajam de modo a permitir ou garantir, ou ao menos não impedir, que suas moedas circulem fora de suas próprias fronteiras. Dada a existência histórica do SMI, e também a existência de diferentes padrões para ele, já houve diferentes processos de internacionalização de moedas nacionais. Certamente, eles não foram idênticos. No capítulo dois, quando se tratar da evolução do SMI, aborda-se a internacionalização (ou tentativa de internacionalização) de algumas moedas. Em especial, o objeto de pesquisa deste trabalho – o processo de internacionalização do RMB – é apresentado no contexto histórico nesse capítulo, para ser discutido a fundo no capítulo três.

2.3 Benefícios e custos para um Estado emissor de uma moeda internacional

Para que os intercâmbios internacionais ocorram e para que o SMI funcione a contento, é necessário, então, que os Estados internacionalizem suas moedas. Mesmo que nem todos os Estados executem esse processo, se ao menos alguns – ou no limite um – o fizerem, fica garantido o funcionamento do sistema. Entretanto, uma pergunta fundamental é: por que os Estados fariam isso? Por que deveriam, ou desejariam, fazer isso? Em outras palavras, é preciso encontrar as razões desse processo de internacionalização, tanto para o sistema quanto, especialmente, para os Estados individualmente. Divide-se essas razões em custos e benefícios para os Estados emissores. Também, divide-se os custos e benefícios em econômicos e políticos (CHEY, 2013; COHEN, 2011).

Para iniciar, são elencados primeiramente os benefícios que uma moeda nacional internacionalizada traz, que levaria os Estados a desejar que sua moeda fosse utilizada fora de suas fronteiras. Começa-se pelos benefícios econômicos. A literatura aponta seis: o ganho de senhoriagem internacional, um aumento na flexibilidade macroeconômica e do BP, a redução do problema de descasamento monetário, a redução do risco cambial para os agentes que transacionam naquela moeda, a redução dos custos de transação, e o aumento no volume de negócios para os agentes domésticos (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2012, 2011, 2009; EICHENGREEN, 2011; GENBERG; 2011; MAZIAD et al., 2011).

Senhoriagem é, tecnicamente, o excesso de valor nominal de uma moeda sobre seu custo

de produção (COHEN, 2011, p. 16). A senhoriagem internacional dá-se quando um país transfere riqueza real para outro em troca de sua moeda, que tem valor unitário de emissão menor que aquele dos bens e serviços trocados. Portanto, a senhoriagem internacional representa uma transferência econômica implícita de valor real. A acumulação da moeda nacional por outros Estados representa um ganho para o país emissor (CHEY, 2013; COHEN, 2012; EICHENGREEN, 2011). Outro aspecto da senhoriagem deriva da acumulação de passivos externos denominados na moeda nacional. Assim, tanto aquele Estado quanto os agentes privados que operam essa moeda podem tomar empréstimos em sua própria moeda no mercado internacional, diminuindo os custos de financiamento. Em relação ao governo e aos títulos públicos desse Estado, isso significa, também, poder praticar taxas de juros menores do que seria o caso sem o benefício da senhoriagem internacional, além da facilidade de pagar sua dívida externa em moeda nacional (ANDRADE; CUNHA, 2010; COHEN, 2012; EICHENGREEN, 2011; MAZIAD et al., 2011).

O uso de uma moeda fora das fronteiras de seu Estado emissor também aumenta a flexibilidade das políticas fiscal e monetária daquele Estado. Com a possibilidade de financiar os déficits externos no BP com a emissão de sua própria moeda, as autoridades não necessitam ajustar a política macroeconômica para realizar esse fim, aumento o espaço para a persecução de outros objetivos (CHEY, 2013; COHEN, 2012). Esse era o “privilégio exorbitante”⁴ conferido aos EUA devido à centralidade do dólar durante a vigência do padrão Bretton Woods (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2011, 2009; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; EICHENGREEN; 2011, 2000). Ainda, tem-se que esse benefício, a princípio estritamente econômico, tem desdobramentos geopolíticos, sociais e securitários: o relaxamento do constrangimento externo sobre a política macroeconômica abre caminho para maiores gastos em política externa, social e de segurança (COHEN, 2012, 2011, 2009).

Um terceiro ganho do uso internacional de uma moeda é a redução do problema de descasamento monetário. Tal situação ocorre quando os passivos e ativos de uma economia estão denominados em moedas diferentes, havendo o risco de alteração do câmbio relativo entre elas e perda de riqueza pela conseqüente alteração dos valores nominais (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 40). Tanto denominar ativos externos quanto ter seus passivos externos denominados em sua moeda nacional atenua tal risco para os agentes. Igualmente, a

⁴ Expressão cunhada pelo então ministro das finanças da França, Valéry Giscard D'Estaing, ou pelo então presidente francês, Charles de Gaulle; proferida pelo mesmo presidente à imprensa francesa na década de 60. Tornou-se famosa para designar um benefício abusivo de alguma parte em dada ordem monetária, e utilizada por alguns autores para definir a situação do dólar no presente (cf. Cintra; Martins, 2013; Conti; Prates; Plihon, 2013; Eichengreen, 2011, 2000; Serrano, 2008).

denominação dos valores do comércio e da dívida externa contribuiriam para isso. Assim, ter uma moeda internacionalizada, que denomine uma boa parte das transações internacionais dos agentes privados e públicos de um Estado, soluciona parcialmente essa questão (CHEY, 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Outro ganho advindo é a redução do risco cambial para os agentes que usam esta moeda. Como notado acima, ao se utilizarem duas moedas para compensar as transferências internacionais, incorre-se no risco de que a taxa de câmbio entre ambas venha a se alterar, mudando os valores nominais da transação. O uso da moeda nacional nas transações com o resto do mundo pelos agentes de um Estado representa um benefício, pois facilita o cálculo econômico e diminui a volatilidade dos valores dos ganhos e compromissos. O ônus seria transferido para os agentes do SMI que utilizam essa moeda internacionalizada para efetuar suas transações externas, mas não em âmbito doméstico (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2012, 2011; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; EICHENGREEN, 2011; GENBERG, 2011; MAZIAD et al., 2011).

Um quinto benefício é a redução dos custos de transação para as operações internacionais. A simples conversão de uma moeda em outra já acarreta certo custo, que é evitado ao se receber e efetuar pagamentos em sua própria moeda. Os agentes que operam internamente à economia doméstica dessa moeda internacionalizada também têm acesso privilegiado à autoridade monetária que a emite, tendo assim menores custos no acesso a créditos, facilidades como criação de ativos e passivos, e empréstimos nessa moeda (CHEY, 2013; COHEN, 2012, 2011; EICHENGREEN, 2011; MAZIAD et al., 2011).

O último benefício econômico elencado é um aumento no volume de negócios para as instituições domésticas, que operam na economia de origem da moeda internacionalizada. Devido aos menores custos de transação mencionados acima, um aumento na demanda por ativos denominados nesta moeda e um aumento nos mercados (especialmente financeiros) onde opera tal moeda faz com que os agentes domésticos experimentem uma oportunidade de expansão de suas atividades, com a conveniência do uso de sua própria moeda (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2012; 2011).

Afora esses benefícios econômicos, a internacionalização de uma moeda também confere certos ganhos políticos ao Estado emissor. Estes podem ser definidos, genericamente, como autonomia, influência e reputação (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2014, 2012, 2011). Ainda mais que os benefícios econômicos, esses estão diretamente relacionados – seria extremamente difícil um Estado obter uma maior reputação sem algum

grau de autonomia ou influência, por exemplo. Assim, apesar de logicamente diferentes, devem ser entendidos como facetas de um mesmo processo de ganhos políticos na arena internacional através do uso mais difundido de sua moeda.

Importa ressaltar que alguns autores consideram autonomia e influência como dois lados de uma mesma característica – poder monetário. Este existiria quando a relação monetária com outro Estado é capaz de alterar o comportamento dele (CHEY, 2013). Entretanto, aqui se adota a perspectiva que autonomia e influência são logicamente diferentes. A autonomia seria a dimensão interna do poder, a influência a dimensão externa. A segunda seria funcionalmente derivada da primeira: seria impossível exercer influência em outros atores sem desfrutar de algum grau de autonomia frente a eles (COHEN, 2014).

O primeiro benefício político a ser apontado, então, é o maior grau de autonomia que uma moeda internacionalizada confere a seu Estado. Esta autonomia seria a habilidade de “escapar” de constrangimentos ou imposições externas. Proporciona a esse Estado a possibilidade de evitar o ajustamento forçado de seu BP, adiando o ajuste através do financiamento de déficits em sua própria moeda (como já explicado) ou defletindo os custos do ajustamento para outros Estados que utilizam sua moeda (CHEY, 2013; COHEN, 2011).

A segunda instância de benefício político relacionado com a internacionalização de uma moeda é o ganho de influência sobre o comportamento dos outros atores internacionais. A dependência da moeda emitida por um Estado o coloca na posição de alterar o comportamento dos outros através do controle de recursos essenciais. E quanto maior o número de atores ou mais profunda for esta dependência, maior será a influência que o Estado terá. A influência seria produto da ação direta, objetiva de um Estado, para alterar resultados em seu favor, através da gestão da moeda de que outros agentes dependem (COHEN, 2014).

O último ganho político a ser mencionado é reputação. Num nível simbólico, o uso de uma moeda internacionalmente confere maior status e prestígio ao Estado emissor. Dessa maneira, ele pode alterar o comportamento de outros atores através de cooptação ou atração pela notabilidade que o uso de sua moeda lhe confere. A reputação seria o “*soft power*”, enquanto a influência, ligada aos aspectos materiais, seria o “*hard power*” (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2012, 2011).

Apesar de não ser um benefício político isolado, a confluência destes três aspectos confere um “poder estrutural” para o Estado emissor. Este seria o poder de alterar as infraestruturas sistêmicas a fim de alterar os resultados materiais do sistema, e de moldar as estruturas dentro das quais os outros atores se relacionam, definindo a agenda que conforma as

escolhas possíveis aos outros atores (CHEY, 2013; COHEN, 2011; STRANGE, 1988 apud COHEN, 2014, p. 4). Portanto, a internacionalização de uma moeda pode conferir a um Estado esse poder político estrutural, mais abrangente, que abarca os três aspectos acima mencionados.

Esses seriam os benefícios de se ter uma moeda internacionalizada. Aponta-se aqui seis de caráter econômico e três de caráter político. Portanto, um Estado teria fortes incentivos para internacionalizar sua moeda. Para que tal moeda seja usada internacionalmente, entretanto, ela deve desempenhar uma série de funções, como já visto. Também operam certos constrangimentos estruturais que impedem que todas ou um grande número de moedas seja utilizado simultaneamente – tais fatores são analisados adiante. Por fim, indica-se que, para além dos benefícios auferidos, uma moeda internacionalizada também implica certos custos ao Estado emissor. Estes custos são tratados aqui.

Tais custos são agrupados novamente em econômicos e políticos, para depois serem tratados individualmente. Os custos econômicos apontados são três: uma maior volatilidade na demanda por moeda nacional, uma maior restrição externa para as políticas macroeconômicas, e tendência à apreciação cambial (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2011, 2009; GENBERG, 2011; KENEN, 2011). O custo político de se ter uma moeda internacionalizada é uma maior responsabilidade perante os outros atores e o sistema como um todo (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2011, 2009; KENEN, 2011).

O primeiro custo econômico associado a uma moeda usada internacionalmente é um aumento na volatilidade da demanda pela moeda nacional, que acaba acarretando uma maior volatilidade em vários agregados e preços macroeconômicos. Quando uma moeda é utilizada fora das fronteiras do Estado emissor, sua demanda aumenta; entretanto, estes novos agentes que a utilizam não estão sob a autoridade legal daquele Estado, nem são diretamente impactados por suas políticas (não só econômicas, mas também jurídicas, sociais, securitárias, educacionais, etc.). Desse modo, torna-se mais difícil medir a demanda por moeda, que além de aumentar, torna-se mais volátil (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2011).

O segundo custo, intimamente ligado ao primeiro, é um aumento da restrição externa à efetividade das políticas macroeconômicas. Caso outros atores, que não o próprio Estado emissor e os agentes diretamente afetados por suas políticas, detenham essa moeda, fica mais difícil impactar a oferta e demanda dela. Como apontado, uma maior volatilidade na demanda acarreta maior volatilidade em outros indicadores domésticos, como taxas de juros, câmbio, crescimento da oferta de moeda, etc. Há uma maior dificuldade em administrar os agregados macroeconômicos para atingir os objetivos pretendidos. No extremo, a política

macroeconômica nacional pode torna-se “refém” de indicadores externos, sacrificando interesses domésticos para manter o status de moeda internacionalizada e evitar a perda dos benefícios adquiridos (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2011, 2009; GENBERG, 2011; KENEN, 2011).

Um último custo econômico apontado é uma tendência a apreciação cambial *vis-à-vis* outras moedas do sistema. Uma moeda internacional é, por definição, aceita para transações internacionais em outros Estados além daquele que a emite; essa aceitabilidade aumenta sua demanda, o que tende a apreciar o valor dessa moeda (caso a oferta se mantenha constante). Tal apreciação pode diminuir a competitividade externa dessa economia (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2011).

O custo político de ter-se uma moeda internacional é definido aqui vagamente como responsabilidade. Quando uma moeda é utilizada em nível internacional, ela torna-se um dos mecanismos de sustentação do sistema global de trocas, como descrito anteriormente. A manutenção desse sustentáculo torna-se responsabilidade do Estado emissor. Ele deve então garantir certo valor, disponibilidade e usabilidade, tanto presente quanto futuro, para sua moeda. Quanto maior for o grau de internacionalização de uma moeda e a amplitude de seu uso, mais o sistema dependerá dela. Novamente, no limite, um Estado pode ter que atuar inteiramente em prol do sistema, sem interesses seus mais diretos, para salvaguardar o regime como um todo – em casos de crises financeiras localizadas ou para apoiar um Estado que se encontre em dificuldades, por exemplo (CHEY, 2013; COHEN, 2011);

O quadro a seguir resume os indicadores apresentados nesta seção:

Quadro 2 – Custos e benefícios de uma moeda internacionalizada

	Econômicos	Políticos
Benefícios	Senhoriagem internacional Aumento da flexibilidade macroeconômica Redução do descasamento monetário Redução do risco cambial Redução dos custos de transação Aumento no volume de negócios para os agentes domésticos	Autonomia Influência Reputação
Custos	Aumento da volatilidade na demanda por moeda Restrição externa Apreciação cambial	Responsabilidade

Fonte: Elaborado pelo autor

Apresentados todos esses aspectos provenientes da internacionalização de uma moeda,

é necessária uma consideração geral sobre o assunto. Foram elencados, ao total, nove benefícios, contra quatro custos. Há de se questionar, então: qual o resultado líquido? Ter sua moeda internacionalizada é benéfico ou oneroso a um Estado? Para responder essas questões, são necessárias várias ponderações. Em primeiro lugar, é preciso ter em conta que esses benefícios e custos são construtos analíticos que devem ser enquadrados na realidade histórica em que o SMI está inserido. Portanto, seu comportamento vai depender da formatação do padrão monetário vigente. Também, se aponta que os pesos relativos de cada variável não são, necessariamente, idênticos; e podem ainda alterar-se. Esses custos e benefícios não são inevitáveis nem automáticos, apenas supostos teóricos que podem ocorrer. Assim, não é impreterível que os Estados incorram nesses custos ou afirmem esses benefícios: estes podem ocorrer em maior ou menor grau, ou simplesmente não se manifestarem.

Ainda, há que se ter em mente que esses ganhos ou perdas estão intimamente ligados às funções de uma moeda internacional, descritas na seção anterior. Por exemplo, o desempenho função de meio de troca e unidade de conta estão mais ligados a benefícios microeconômicos – como menores custos de transação e redução do risco cambial – enquanto o desempenho dos papéis de reserva de valor está mais associado a benefícios macroeconômicos – senhoriagem e flexibilidade macroeconômica (CHEY, 2013; COHEN, 2012). Os ganhos e perdas, por fim, não são estáticos nem absorvidos de uma só vez, mas tem uma certa duração, que depende da configuração do SMI. O resultado líquido entre custos e benefícios também é dinâmico, podendo uma situação favorável tornar-se custosa, ou vice-versa (CHEY, 2013; COHEN, 2011).

Dito isso, o presente trabalho adota a posição de que os benefícios excedem os custos de uma moeda internacionalizada. Seguindo as caracterizações individuais feitas, e baseando-se em trabalhos precedentes, entende-se que há um ganho para o Estado emissor quando sua moeda é largamente utilizada para efetuar as transações internacionais. Então, a princípio, os Estados geralmente buscariam alçar suas moedas a essa condição. Porém, há constrangimentos estruturais, de natureza econômica e geopolítica, que impedem que todos os Estados utilizem internacionalmente suas moedas. Mesmo para aquelas moedas que são efetivamente utilizadas, há que se entender o que determina e o que restringe esse uso pelos outros agentes do sistema.

2.4 Determinantes do uso de uma moeda internacional

Até aqui, apresentou-se o SMI e suas características fundamentais, chegando à constatação de que inexistem uma autoridade central e tampouco uma moeda universal. Desse modo, os pagamentos e transferências internacionais estão associados ao uso de moedas

nacionais. Foram estabelecidos quais seriam os benefícios e custos para um Estado emissor desse uso de sua moeda nas transações mundiais, concluindo que há um ganho líquido. Os Estados desejariam assim que suas moedas fossem utilizadas em âmbito internacional. Entretanto, é necessário entender também o que levaria os agentes a escolher a moeda com a qual querem transacionar internacionalmente.

Se todas as moedas de todos os Estados que compõem o SMI fossem utilizadas ao mesmo tempo, o resultado seria ineficaz. A própria natureza da moeda é, em teoria, excludente: quanto maior a padronização e homogeneização, melhores os resultados auferidos. Devido a externalidades em rede, existem custos crescentes para o uso de um número maior de moedas: quanto mais padrões diferentes e mais atores usando padrões distintos, maiores os custos; inversamente, quanto mais atores usam o mesmo padrão, menores os custos (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; EICHENGREEN, 2000; GENBERG, 2011). Economicamente, os menores custos possíveis adviriam do uso de uma única moeda para todas as transações internacionais (COHEN, 2011).

Entretanto, também existem incentivos para o uso de mais de uma moeda. Pelo lado econômico, a diversificação de ativos pode servir para diminuir o risco (GENBERG, 2011). As questões geopolíticas também atuam aqui, devido à característica fragmentada do poder e a situação de virtual anarquia, onde a busca por poder e influência dentro do sistema inibiriam a dominação de uma única moeda e o usufruto dos benefícios por um único Estado. Portanto, o número de moedas internacionais usadas deve ser menor que o número total de moedas existentes dentro do sistema, ainda que, em princípio, maior que um (FLANDREAU; JOBST, 2009).

Assim, tem-se que encontrar o que determina qual moeda cada agente usa, o que, por seu turno, determina quantas moedas nacionais são efetivamente utilizadas em âmbito internacional. Tal escolha é pautada pela configuração vigente do SMI, mas também influencia essa mesma configuração (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Também, aponta-se que esta não é determinada por razões puramente econômicas, mas que existiria uma “força maior”, de caráter político e econômico, a determinar que somente algumas moedas nacionais sejam passíveis de serem utilizadas em âmbito internacional (AGLIETTA, 1979 apud CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 24).

Antes de especificar os determinantes individuais, cabe ainda um ponto a ser mencionado. Segundo Conti, Prates, Plihon (2013), existe uma divergência fundamental, pouco explicitada na literatura sobre o tema, se a determinação primordial do uso de uma moeda

internacional se dá pelo lado da oferta ou da demanda. Ou seja, se os Estados emissores “impõem” o uso de sua moeda, ou se os agentes escolhem livremente a moeda que preferem usar. Neste trabalho, concorda-se com a argumentação e visão desses autores, de que há preponderância dos elementos de oferta pelos Estados emissores. É a correlação de forças entre esses Estados que condicionaria a oferta de apenas algumas moedas – e ainda assim, com características distintas entre elas – dentre as quais os agentes poderão escolher. Certamente, a demanda dos agentes importa, mas as forças que operam a oferta das moedas é que conformarão quais estão disponíveis para escolha. Quer-se dizer que “A demanda dos agentes internacionais pelas distintas moedas não é *ad hoc* ou fruto de preferências subjetivas, mas condicionada pelas características já instituídas do sistema monetário internacional” (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 56). A própria oferta – e as escolhas das autoridades públicas dos Estados emissores de qual moeda eles próprios irão utilizar – são impactadas pela demanda internacional. Entretanto, é a essa oferta que conformará, em última instância, as escolhas de todos os agentes. Como finalizam os autores,

Os agentes têm liberdade na escolha entre as diversas moedas enquanto *ativos internacionais*, mas não das moedas enquanto *moedas internacionais*. [...] A moeda, como se vê, é um importante instrumento de dominação e a autonomia dos agentes privados na escolha monetária é muito limitada. A dinâmica subjacente à escolha da moeda, portanto, não é a causa da hierarquia monetária, mas, sim, seu sintoma. Dito de outra forma, não são os agentes privados que escolhem as moedas com uso internacional e, assim, determinam a hierarquia monetária; pelo contrário, a hierarquia monetária estabelecida – e determinada por questões geopolíticas e geoeconômicas, como se verá – é que define quais moedas serão demandadas pelos agentes privados para serem usadas em âmbito internacional (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 56-57, grifos no original)

Feita essa consideração, passa-se a elencar os determinantes a serem explicados. Estes, novamente, são divididos em determinantes de natureza econômica e de natureza política. Iniciam-se com os econômicos: a garantia de valor e usabilidade futuros, estabilidade macroeconômica, uma liquidez suficiente, mercados financeiros desenvolvidos e profundos, a dimensão da economia emissora, e sua integração aos mercados globais (ANDRADE; CUNHA, 2010; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; CHEY, 2013; MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009; MAZIAD et al., 2011).

O primeiro determinante econômico é a garantia do valor e da usabilidade futura dessa moeda. Isso está relacionado principalmente com a confiança na estabilidade dela. Moedas com histórico de inflação alta e volátil, e também câmbio instável, podem não ser bons veículos para as transações internacionais, pois as funções que deveriam desempenhar acabam

comprometidas. É importante ressaltar que esse determinante, assim como os outros apresentados, não é definitivo – não necessariamente uma moeda que apresente essas características será descartada na opção dos agentes; porém, essas serão levadas em conta. Também, esse determinante está intimamente ligado a outros (no caso, a estabilidade da moeda é ligada às questões da estabilidade política e da política econômica praticada). Do mesmo modo, vários determinantes se entrecruzam e afetam mutuamente (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2012).

Um segundo determinante econômico apresentado é o grau de liquidez da moeda internacional. A liquidez diz respeito à conveniência, facilidade, disponibilidade e certeza com que se conta para encontrar tal moeda e usá-la no ambiente internacional. Mesmo que tenha alta demanda internacional, uma moeda nacional não poderá ser utilizada se não tiver um grau de liquidez suficiente, caso não se encontrar prontamente acessível. A liquidez se relaciona com o tempo, a facilidade e o custo para se obter tal moeda, podendo ser suprida de diversas maneiras – por déficits gerais no BP, por meio de acordos oficiais de *swaps* cambiais, por mercados financeiros privados, etc. (CHEY, 2013; COHEN, 2012).

O terceiro determinante do uso internacional de uma moeda é a existência de mercados financeiros amplos e profundos, denominados e transacionados nela. A amplitude se refere à variedade de instrumentos financeiros nela denominados, o que pode maximizar os ganhos e diminuir os riscos inerentes a cada operação, atraindo investidores para essa moeda. A profundidade se refere ao volume de transações que ocorre no mercado, o que garante a liquidez necessária e aumenta a segurança geral. Assim, um mercado financeiro desenvolvido aumenta a liquidez da moeda, contribuindo também para esse determinante do uso internacional da moeda. Ainda, aponta-se que para o desenvolvimento de mercados financeiros privados, é necessário algum grau de liberalização da conta capital, assim como o levantamento de algumas restrições porventura existentes ao comércio e entrada nesse mercado (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2012; MAZIAD et al., 2011).

Outro determinante é a dimensão econômica do Estado emissor da moeda internacional. O uso internacional de uma moeda deve ser precedido por uma economia nacional pujante. Esta ofereceria um mercado interno amplo que compulsoriamente utiliza a moeda nacional, o que dá um suporte básico a seu uso externo. O tamanho econômico geralmente é medido pelo produto interno bruto (PIB) anual – quanto maior for o PIB de um país, maiores chances de sua moeda ser aceita internacionalmente (ANDRADE; CUNHA, 2010; COHEN, 2012; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Muito relacionado com a dimensão econômica é sua integração à economia global. Quando uma economia é bem integrada, ela provavelmente realiza muitas transações, o que aumenta a probabilidade de sua própria moeda ser aceita nessas transações. Os agentes estarão mais dispostos a aceitar uma moeda se sabem que outros agentes também estão dispostos a aceitá-la, devido à vasta rede de transações daquela economia. Portanto, há ganhos de escala no uso internacional de uma moeda, posto que quanto mais agentes a usam, mais outros agentes estão propensos a também usá-la, criando externalidades em rede. A integração econômica pode ser medida pela corrente de comércio entre aquela economia nacional e o resto do mundo, pelos fluxos financeiros, e pela proporção de exportações para países que não são emissores de moedas internacionais (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2012; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; MAZIAD et al., 2013).

Estes seriam os determinantes econômicos para o uso de uma moeda em nível internacional. Como dito, apesar de analiticamente distintos, se entrecruzam e se afetam mutuamente. Do mesmo modo, também estão ligados a questões de caráter político. Estas também ajudam a determinar o uso internacional das moedas nacionais. Tais determinantes são: a estabilidade política, o poder geopolítico, e o voluntarismo político do Estado emissor (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHEY, 2013; COHEN, 2012; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

O primeiro determinante é a estabilidade política do Estado. Nenhum agente irá transacionar – mesmo que os outros fatores se mostrem favoráveis – com a moeda de um país que apresenta incerteza quanto a seu futuro político, portanto, não dê garantias de que sua moeda se manterá disponível ou os contratos serão cumpridos. Isso aumenta os custos de se obter informações e dificulta o cálculo econômico, prejudicando o uso dessa moeda. Assim, vemos que os aspectos do ordenamento interno do Estado também importam para a determinação do uso de sua moeda internacionalmente (ANDRADE; CUNHA, 2010; COHEN, 2012)

O segundo determinante é o poder geopolítico desse Estado dentro do cenário internacional. Poder é um conceito muito amplo e difícil de definir; neste trabalho, se aceita a indicação genérica de que poder é a capacidade de influenciar os outros, de colocar suas preferências a frente das preferências dos demais (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). No aspecto monetário aqui tratado, o poder seria a “capacidade dos países, em meio à correlação de forças em âmbito internacional, de impor suas preferências sobre as dos demais, ou seja, de impingir – ainda que de maneira implícita – o uso de sua moeda na esfera internacional”

(CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 76). O conceito de poder é extremamente difícil de mensurar, havendo inúmeros indicadores e variáveis a serem levados em conta. Entretanto, entende-se que a hierarquia de poder no SI é razoavelmente consensual e fácil de ser explicitada, ao menos no topo. Há uma relação positiva entre tal poder e o uso da moeda daquele Estado: quanto mais poderoso é um país, mais incentivos e pressões outros atores encontram para usarem aquela moeda (CHEY, 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

O último determinante a ser mencionado é o voluntarismo político. Este seria a interferência direta dos Estados no processo de internacionalização das moedas. Os Estados não necessariamente precisam ou querem fomentar a internacionalização de sua moeda, devido aos custos supracitados ou a outros constrangimentos estruturais. Entretanto, aqueles que podem, e detêm poder suficiente para tanto, talvez escolham incentivar o uso internacional de sua própria moeda, que seria um determinante a ser levado em conta quando da escolha pelos agentes. A política externa dos países, assim, tem grande importância nesse aspecto (CHEY, 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Os determinantes discutidos nessa seção, tanto econômicos quanto políticos, são apresentados novamente no quadro abaixo:

Quadro 3 – Determinantes do uso de uma moeda internacional

Econômicos	Políticos
Valor e usabilidade futuros	Estabilidade política
Liquidez	Poder geopolítico
Mercados financeiros desenvolvidos	Voluntarismo político
Dimensão econômica	
Integração à economia global	

Fonte: Elaborado pelo autor

Há ainda um ponto a ser discutido acerca do que determina o uso de uma ou outra moeda internacionalizada. Como dito já, o uso das moedas internacionais está sujeito a externalidades em rede. Os arranjos monetários que cada agente adota são fortemente influenciados pelo que os outros agentes adotam: quanto mais agentes realizarem suas transações em uma moeda, mais conveniente para outros também transacionar nessa moeda (ANDRADE; CUNHA, 2010; EICHENGREEN, 2000). Essas externalidades positivas dão uma vantagem de incumbência para as moedas já usadas – se há vantagem em utilizar o que os outros utilizam, então aquela

moeda que foi utilizada em primeiro lugar terá certa precedência sobre as demais (CHEY, 2013). Isso acaba criando certa inércia e histerese⁵ no sistema, com as mudanças ocorrendo de forma lenta e gradual. Desse modo, aventa-se que o uso internacional de uma moeda não é uma função linear dos determinantes aqui apontados, mas é condicionado também pelas estruturas passadas. Ou seja, o SMI também está sujeito a uma dependência de trajetória, com as escolhas presentes e futuras condicionadas pelas escolhas passadas (CHEY, 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; FLANDREAU; JOBST, 2009).

Esses seriam os fatores que determinam a escolha das moedas internacionais que podem ser utilizadas. Novamente, sublinha-se que, independentemente, esses não são imperativos: cada determinante aqui apresentado é comparado com relação aos outros para efetuar tal escolha. Cada um deles, por si só, não é suficiente. Também, recorda-se que foram elencados aqui determinantes relativos ao SMI, como se o definiu neste capítulo. Entretanto, o uso efetivo das moedas pode ser influenciado ainda por outros fatores. E ambos os conjuntos, como ressaltado diversas vezes, se afetam mutuamente. Sobre esse ponto, “a questão envolve manifestações retroativas de causa e efeito. Talvez haja associações entre o poderio econômico e o poderio militar de um país e o uso de sua moeda por outros países, mas é a posição de um país como grande potência que resulta no status internacional da moeda” (EICHENGREEN, 2011, p. 6). Importa muito também a tendência de inércia e dependência de trajetória que o sistema apresenta. Todavia, esses determinantes todos são apenas conceituações teóricas do que determinaria quais moedas nacionais são utilizadas. O entendimento do resultado empírico deve levar em conta, além desses determinantes, a evolução histórica do SMI.

Assim, este capítulo apresentou um arcabouço teórico para o entendimento do SMI e da moeda internacional. O restante do trabalho busca aplicar tais conceitos aqui trabalhados para se entender o objeto de estudo desta monografia e elucidar a questão central proposta. Para isso, é necessário fazer uma retomada histórica da evolução do SMI e da aplicabilidade desses conceitos em cada contexto. Como já enunciado, o desenho da arquitetura do SMI que se traçou aqui é meramente teórico. Afora esse, houve diversas formatações empíricas que devem ser tratadas em suas peculiaridades para entender-se como a atual configuração do SMI surgiu. Isso nos dará os requisitos para entender o processo de internacionalização do RMB.

⁵ “Fenômeno relativo à manutenção dos efeitos após o desaparecimento das causas” (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 75, nota 85)

3 A EVOLUÇÃO HISTÓRICA E A CONFIGURAÇÃO ATUAL DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Neste capítulo, apresentam-se as formas concretas que o SMI apresentou na realidade. O capítulo anterior colocou as bases teóricas com as quais pode ser analisado essa evolução. Porém, como discutido, os conceitos apresentados são abstratos e muito amplos. É preciso acompanhar o desenvolvimento do SMI (e do SI, de modo geral), para compreender como se chegou à atual situação. Com isso, pode-se adentrar o objeto principal do trabalho, que é a internacionalização da moeda chinesa, e como este tem sido processado em meio ao atual sistema. Trabalha-se tal processo mais especificamente no último capítulo.

Assim, são retratadas aqui as diferentes conjunções das variáveis usadas anteriormente para definir o SMI. Como apontado no início do primeiro capítulo, o comportamento dinâmico dessas variáveis e suas interações com questões de ordem geopolítica dá origem a diferentes padrões monetários. Pelo forte componente de inércia que o sistema apresenta (como evidenciado anteriormente), estes padrões costumam ter certa duração histórica. Existem períodos caracterizados por certos padrões monetários internacionais – assim como por certa configuração de poder no SI. O trabalho segue a cronologia apresentada pela literatura para tratar da evolução histórica do SMI. Assim, cada seção trata, respectivamente, de um dos regimes monetários que vigoraram concretamente: o padrão ouro, o regime do entre guerras, o padrão Bretton Woods (ou padrão dólar-ouro), e o padrão atual. Por fim, a última seção trata dos desafios ao dólar e da possibilidade de mudança e transformação no sistema. As sessões analisam, sucintamente, a emergência, o funcionamento, as características e as eventuais falhas de cada padrão. Também são consideradas as inter-relações entre as questões geopolíticas, que intervêm no surgimento, manutenção e fim de tais padrões.

3.1 O padrão ouro

Não é possível afirmar que existia um “sistema” monetário internacional, devidamente constituído, até a segunda metade do século XIX. Havia anteriormente a esse período trocas e contatos entre grupos socialmente organizados em unidades políticas diferentes. Portanto, havia transações econômicas ditas internacionais, seja entre Estados ou outros tipos de formações políticas. Algum meio de compensação entre eles certamente existia. Como nunca houve uma “moeda mundial”, esse sistema de compensação devia compreender algum meio monetário comum (EICHENGREEN, 2000).

Entretanto, não se pode dizer que havia um padrão, já que os agentes adotavam

diferentes regimes monetários internos e, mais importante, externos. Ou seja, cada economia podia ter um modo distinto de relacionar-se com o exterior, configurando regimes diferentes de unidades de conta, reserva de valor e meios de troca. Historicamente, as moedas internas das economias da Europa ocidental (o berço do moderno SI e que viria a dominar e impor suas instituições no restante do globo) eram feitas de metais – principalmente, ouro e prata. A partir do século XIII, aproximadamente, os Estados – que a partir dessa mesma época tornam-se os principais atores dentro do SI – e bancos nacionais passam paulatinamente a aumentar a emissão de notas e cédulas lastreadas nesses metais, para suplementar a circulação de moedas metálicas (D’ARISTA, 2009; SHAIK, 1973).

Os Estados geralmente mantinham uma relação de preços entre as moedas lastreadas nesses metais, ambas circulando nas economias nacionais (EICHENGREEN, 2000; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). Entretanto, não adotavam harmoniosamente o mesmo regime de emissão e compensação internacional. Havia Estados em que a moeda era lastreada exclusivamente na prata, outros em que era exclusivamente no ouro, e outros ainda em que circulavam moedas lastreadas em ambos os metais. Mesmo nesses últimos, os preços relativos entre um e outro metal podiam variar em cada Estado. Assim, havia de certa forma um “sistema” frouxamente ligado, fragmentado em blocos de países que utilizavam a prata como lastro, outros que utilizavam o ouro, e outros ainda que adotavam um padrão bimetálico, servindo de ligação entre os dois outros blocos (EICHENGREEN, 2000).

Mesmo dentro desses blocos, o valor de cada moeda com relação ao metal em que era lastreada, e das diversas moedas entre si, não era estável nem seguia um padrão determinado. Como a economia mundial não era muito globalizada – os mercados nacionais eram, em comparação com os séculos que viriam, relativamente compartimentalizados e segregados uns dos outros – essas diferenças de padrões e preços não implicavam graves desarranjos. Portanto, não haviam desequilíbrios grandes ou persistentes, ao menos dentro do conjunto de Estados da Europa ocidental, o que não demandava uma reformulação ou concertação do sistema de transações vigente.

A literatura pertinente geralmente aponta o início de um SMI ocorrendo no século XIX, com o advento do padrão ouro internacional. A adoção desse regime pelos Estados não foi repentina nem pactuada explicitamente. Pelo contrário, foi um processo gradual, e que ocorreu sem uma base legal palpável – sem acordos, tratados ou conferências (D’ARISTA, 2009). O padrão ouro funcionou, durante o período de sua vigência, como uma concertação tácita, um compromisso informal entre os Estados e bancos centrais do centro do sistema capitalista

(EICHENGREEN, 2000; FIORI, 1999).

Com o advento da Revolução Industrial e a derrota de Napoleão, a Inglaterra se consolidou como a grande potência geopolítica do mundo. Gradualmente, tornou-se o maior centro industrial, financeiro e comercial do SI. As práticas monetárias inglesas passaram a ser, então, atraentes para os Estados que mantinham relações econômicas com a Inglaterra (EICHENGREEN, 2000). Ainda, é importante lembrar que o Império Britânico detinha inúmeras colônias (aumentaria esse número até o século XX), além de extensos *dominions* – Austrália, Canadá, e, de suma importância econômica, Índia – onde as resoluções do Banco da Inglaterra efetivamente tinham força de lei. Assim, as motivações econômicas conjugavam-se com as questões geopolíticas – a “força maior” citada por Aglietta (1979 apud CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, p. 24) - para aumentar o poder, o prestígio e a atração do sistema financeiro e da moeda inglesa.

A Inglaterra adota, internamente, o padrão ouro de modo definitivo em 1819 (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005; SERRANO, 2002) ou 1821 (EICHENGREEN, 2000; FIORI, 1999). Como aconteceria depois com o regime internacional, essa adoção foi um processo gradual, iniciado ainda no século XVIII, com a abolição gradativa de outros lastros monetários (EICHENGREEN, 2000). De qualquer modo, a instituição oficial do padrão ouro atrelava a libra esterlina ao ouro, a um preço fixo. O ouro serviria então de lastro para a quantidade de libras em circulação, e seria usado como equivalência de valor entre ela e outras moedas. Quando houvesse desequilíbrios externos – déficits ou superávits – nas transações feitas pela Inglaterra, o metal seria enviado para compensação, servindo como a reserva de valor internacional daquele país.

Com a maior potência do globo adotando esse sistema para efetuar seus pagamentos internacionais, os Estados que não adotavam padrão semelhante para sua moeda passaram a repensar sua política monetária. Aqueles que adotavam exclusivamente a prata como lastro ficavam parcialmente de fora da rede de comércio, investimentos e empréstimos da Inglaterra. Aqueles que adotavam o padrão bimetálico viam suas reservas de ouro drenadas pela Inglaterra devido à instabilidade desse esquema. Lentamente, a Europa inteira passou a migrar para o padrão ouro (EICHENGREEN, 2000).

O advento de um padrão monetário internacional baseado no ouro se daria quando uma boa parte dos agentes do SI - ou ao menos os mais poderosos - adotassem mais ou menos harmoniosamente o mesmo regime. Apesar de não se poder afirmar uma data precisa, a década de 1870 é um marco que nos parece apropriado. Foi quando a Alemanha (unificada naquele

mesmo ano) entrou no arranjo, carregando outros Estados consigo (D'ARISTA, 2009; EICHENGREEN, 2000; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). Até o final do século, a incorporação de potências extra europeias como EUA, Japão e Rússia fez com que o sistema se tornasse realmente globalizado (FIORI, 1999).

Com os Estados centrais do SI adotando um mesmo lastro e atrelando suas moedas nacionais à economia mais forte do mundo, o padrão ouro deixava de ser um mecanismo interno de ordenamento e passava a ser um regime internacional. Tinha de haver, portanto, um mecanismo de compensação estável para os pagamentos entre esses Estados. A unidade comum entre todas as moedas era, obviamente, o ouro, e logo ele assumiria o papel de reserva internacional, que fazia a equivalência entre todas as diferentes moedas.

Um primeiro princípio do padrão ouro era que os Estados não deviam impedir os fluxos de entrada e saída de ouro de seus cofres centrais, que serviam para financiar os déficits e superávits externos. Um segundo princípio era que as autoridades monetárias deviam manter a conversibilidade irrestrita de suas moedas em ouro. E um terceiro princípio era que cada moeda devia ter seu preço fixo em ouro, com os movimentos internacionais de ouro servindo para manter essa paridade, o que fechava o ciclo lógico do funcionamento do sistema. O principal objetivo de um banco central era, portanto, sustentar a conversibilidade de sua moeda e manter reservas em ouro suficientes para defender a paridade cambial contra as flutuações em seu preço e nos fluxos do BP (EICHENGREEN, 2000; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). Para que esse ajustamento ocorresse, entraria em ação, em tese, um processo automático chamado mecanismo preço-fluxo (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005) ou modelo de fluxo de moedas metálicas⁶ (EICHENGREEN, 2000). Essas eram as “regras do jogo” no padrão ouro. Esse conjunto

teoricamente, determinava regras de criação e circulação monetária em nível nacional e internacional de modo que a emissão de dinheiro seria baseada no estoque de ouro e teria livre conversão nesse metal, enquanto os pagamentos internacionais seriam feitos em ouro, e as taxas de câmbio entre as moedas seriam proporcionais ao seu lastro em ouro. Desta forma, ocorreria um ajuste automático dos desequilíbrios dos balanços de pagamentos (DATHEIN, 2005, p. 52).

Os governos dos Estados podiam então adotar uma postura de *laissez-faire* perante a

⁶ A descrição inicial do funcionamento desse mecanismo é atribuída ao filósofo David Hume. Basicamente, as economias com superávit externo recebiam ouro como pagamento, como as moedas eram lastreadas nesse metal, isso aumentava a quantidade doméstica de moeda em circulação. A maior quantidade de moeda, com a velocidade de circulação e o nível do produto nacional mantidos constantes, elevava os preços internos. Essa elevação diminuía a competitividade externa daquela economia: os preços domésticos se tornavam maiores que os internacionais. Isso revertia o quadro de superávit, fazendo com que se remetesse ouro ao exterior e restaurando o nível de preços. Esse era o mecanismo básico, em teoria, automático (EICHENGREEN, 2000; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

economia, já que mecanismos automáticos garantiriam a estabilidade e continuidade do arranjo monetário caso algumas poucas condições fossem cumpridas.

Na realidade, o sistema não funcionava exatamente desse modo. Com a evolução e aprofundamento dos mercados financeiros, e a maior participação dos bancos comerciais nas transações internacionais (emitindo créditos, débitos, financiamentos, empréstimos, etc.) o modelo de Hume se tornou uma descrição apenas parcial do funcionamento do SMI (EICHENGREEN, 2000). Os bancos centrais dos Estados raramente “jogavam segundo as regras”: utilizavam-se de outros instrumentos – principalmente o controle da taxa de juros – para alterar os fluxos internacionais de ouro. Outras considerações, além do equilíbrio do BP, eram levadas em conta no manejo do sistema, como a lucratividade – muitos bancos centrais eram instituições privadas à época – e o nível de atividade econômica (EICHENGREEN, 2000; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Os movimentos internacionais de ouro, previstos pelo modelo de Hume, também não se verificavam em larga escala. O ouro, apesar de âncora do sistema, era considerado “estéril”, na medida que não rendia juros. Já ativos denominados nas moedas nacionais, ao contrário, podiam render juros aos agentes que os detivessem. Apesar da necessidade de manter reservas em ouro para honrar os compromissos internacionais, era mais lucrativo manter parte dessas reservas em algum outro ativo remunerado (EICHENGREEN, 2000; SERRANO, 2002).

A moeda de escolha para a denominação desses ativos era a libra esterlina inglesa. A Inglaterra era uma das maiores e mais bem integradas economias do planeta, e tinha o sistema financeiro mais bem desenvolvido. Também detinha um enorme poder político e militar. Sua moeda podia contemplar, assim, todas as funções de uma moeda internacional, e havia fortes incentivos (como também pressões e constrangimentos) para seu uso. Além do ouro, a libra esterlina também serviria como reserva de valor do sistema – assim como, em extensão muito menor, outras moedas de Estados centrais, como o franco e o marco (EICHENGREEN, 2000; SERRANO, 2002). A Inglaterra, portanto, tinha uma menor restrição à sua política monetária que os outros agentes do sistema, visto que ela supria, em parte, as reservas requeridas para o funcionamento do padrão ouro. Podia, em princípio, financiar parte de seus déficits pela emissão de sua própria moeda, e tinha uma posição assimetricamente favorável para a definição de sua própria taxa de juros (MEDEIROS; SERRANO, 1999; SERRANO, 2002).

O padrão ouro, enfim, não foi homogêneo entre todos os Estados que o adotaram. Mesmo no centro do sistema, havia diferenças quanto à extensão do lastro em relação ao meio circulante e do compromisso de manter a conversibilidade. Na periferia, esses pressupostos

foram sistematicamente desrespeitados (EICHENGREEN, 2000, 1994). O que ocorria, quando as “regras” eram desrespeitadas, era que os países que incorriam em déficits tinham de fazer o ajuste de seus balanços, de modo a equilibrar todo o sistema. Portanto, os países com sistemas financeiros pouco desenvolvidos, que não conseguiam operar de maneira satisfatória os instrumentos apontados, eram os mais afetados pelos mecanismos “automáticos”, sofrendo bruscas mudanças nas condições econômicas internas. Já os Estados centrais podiam contrariar as “regras do jogo”, manipulando as taxas de juros e impondo restrições à saída de capitais, de modo a aumentar suas reservas e não precisar fazer o ajustamento externo (D’ARISTA, 2009; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). Entretanto, aumentos nas taxas de juros nacionais, visando atrair capitais, podiam gerar retaliações por outros Estados, iniciando rodadas sucessivas de aumentos, o que poderia desestabilizar o sistema ou gerar uma recessão mundial (EICHENGREEN, 2000).

Para que aumentos sucessivos e desestabilizadores não ocorressem, teria de haver certa coordenação nos ajustamentos das taxas de juros. Como enunciado acima, por prover uma parte das reservas que o sistema requeria, a Inglaterra podia financiar em algum grau seus déficits externos com sua própria moeda. Assim, tinha certo espaço para executar uma política monetária autônoma, e definir discricionariamente sua taxa de juros. Ao contrário, os outros bancos centrais estavam atrelados à manutenção da paridade com o ouro, tendo que compatibilizar mudanças em sua política monetária com esse objetivo. O Banco da Inglaterra assumia, então, o papel de sinalizador no nível de equilíbrio para todo o sistema (CINTRA; MARTINS, 2013; D’ARISTA, 2009; EICHENGREEN, 2000). Emergia assim um padrão ouro-libra, onde a moeda inglesa era o principal meio de transação, unidade de conta, dividia a função de reserva de valor com o ouro, e a política monetária inglesa era seguida pelos demais Estados. Os ciclos econômicos dos Estados centrais do sistema eram, desse modo, até certo ponto harmônicos, liderados pela economia inglesa (DATHEIN, 2005; D’ARISTA, 2009; EICHENGREEN, 2000; SERRANO, 2002).

Os bancos centrais dos Estados, que eram os principais agentes do SMI, cooperavam de certa forma, visando manter o equilíbrio do sistema. Principalmente, as mudanças nas taxas de juros eram coordenadas, de modo a não desestabilizar o arranjo. Embora esse tipo de harmonia não fosse usual, era o que sustentava o regime do padrão ouro, principalmente em momentos de crise. Essa cooperação entre as potências era uma das bases da ordem liberal europeia que vigorou durante boa parte do século XIX e que englobava o padrão monetário (EICHENGREEN, 2000; FIORI, 1999).

O padrão ouro, entretanto, tinha algumas deficiências inerentes – como qualquer outro sistema social complexo. A principal debilidade econômica desse regime era que a oferta mundial de moeda, e, portanto, o volume das transações mundiais, só podia crescer com a contínua descoberta de novas reservas de ouro. Enquanto isso, a demanda mundial por moeda crescia exponencialmente, com a aceleração econômica dos Estados partícipes do sistema (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). Assim, como o crescimento das reservas não acompanhava a expansão do sistema, essa última só era possível caso os países emissores das moedas-chave (notadamente, a libra) estivessem dispostos a ver sua posição de reservas deteriorar. Isso, entretanto, fazia com que a confiança na manutenção da paridade com o ouro, que tornava a libra a moeda-chave do sistema, se deteriorasse também. Esse círculo vicioso abalava a confiança em todo o sistema (SHAIKH, 1973). Ainda, isso podia dar aos Estados com reservas minerais de ouro em seus territórios – a Rússia e a África do Sul (já independente no início do século XX) eram exemplos - uma capacidade grande de influenciar o SMI, o que não era politicamente desejável (EICHENGREEN, 2011; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

É importante ressaltar que existe um contraponto à interpretação sobre o limite da expansão do sistema. Essa visão é contestada por Serrano (2002). Para esse autor, tal limitação não existia, e o sistema poderia expandir-se indefinidamente, mesmo sem o aumento nas reservas de ouro. As transações internacionais não seriam compensadas com movimentos de ouro entre os Estados, mas sim, com fluxos de capitais. O país central do esquema, que emite a moeda-chave, mantinha a paridade de sua moeda com o ouro. Realizava investimentos de longo prazo na economia mundial, configurando um déficit na conta de capital. Esses investimentos rendiam retornos (juros, lucros, *royalties*, etc.), configurando um fluxo de entrada de renda de curto prazo. Ao mesmo tempo, outros Estados compravam ativos denominados naquela moeda, que lhes rendiam juros, e que também se configurava como uma entrada de capital. Assim, os pagamentos internacionais – ao menos entre as economias dos Estados centrais – ocorriam sem movimentação das reservas de ouro, que permaneciam basicamente imóveis. O sistema podia expandir-se simplesmente pelo aumento dos valores dos fluxos de capitais e da velocidade de circulação desses, sem que a base monetária precisasse crescer (SERRANO, 2002).

Outro problema era que o padrão ouro também restringia a política monetária dos Estados, ao exigir que se mantivessem a quantidade de moeda em circulação atrelada a uma quantidade de ouro e um câmbio fixo. Assim, os bancos centrais não podiam executar uma política monetária expansionista (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). Segundo as “regras do jogo”, muitas vezes eles eram compelidos a aumentar as taxas de juros para evitar a perda de

reservas (como explicado, também executavam essa política mesmo que isso não estivesse ocorrendo). Tal política tinha, geralmente, efeitos recessivos sobre a economia. Ou seja, se sacrificavam objetivos internos pela estabilidade geral do sistema. Isso era possível devido à baixa participação popular na vida política dos Estados, durante o século XIX. O sufrágio era inexistente ou restrito às classes mais poderosas econômica e politicamente. Os governos eram relativamente insulados de pressões internas, estando livres para perseguirem os objetivos que desejassem, mesmo que isso resultasse em aumento do desemprego ou diminuição dos salários (EICHENGREEN, 2000; FIORI, 1999). E mesmo que quisessem executar políticas anticíclicas, o regime internacional restringia essas tentativas:

a estabilidade do poder interno dos Estados supunha uma capacidade de contenção permanente dos gastos sociais e dos salários, e de manutenção do equilíbrio orçamentário contra qualquer tentação de políticas ativas de emprego ou desenvolvimento. Em condições de paridade cambial fixa e livre-circulação de capitais, que caracterizava o padrão-ouro [...] Qualquer descumprimento desse compromisso implícito, ou qualquer tentativa de os governos implementarem políticas macroeconômicas independentes, em condições de mercados abertos e desregulados, sobretudo no caso dos países com Estados e moedas fracas, seriam imediatamente castigados pela fuga de capitais. [...] neste tipo de regime cambial, ou qualquer outro equivalente, não há como fugir à seguinte disjuntiva: ou se contém a participação democrática ou se rompe com as regras e paridade do sistema (FIORI, 1999, p. 58)

Devido a essas restrições, a grande contradição do padrão ouro, pela ótica geopolítica, era que os bancos centrais também não podiam estimular o crescimento econômico e do poderio militar dos Estados. O aumento autônomo dos gastos governamentais romperia com o lastro metálico da moeda. Assim, um dos pressupostos do regime impedia indiretamente a expansão econômica e militar dos Estados. Era um entrave implícito à mudança na hierarquia geopolítica. A estabilidade do sistema supunha uma manutenção do *status quo*. A distribuição de capacidades e a ordem política mundial, entretanto, não foram estáticas durante a vigência do padrão ouro (FIORI, 1999).

Ainda assim, o sistema manteve-se durante certo tempo. A literatura usualmente concorda que o padrão ouro vigorou até a eclosão da Primeira Guerra Mundial, em 1914 (DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2000, 1994; FIORI, 1999; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005; MEDEIROS; SERRANO, 1999; SERRANO, 2002). Existiu, como regime internacional, por cerca de quarenta anos. Sua viabilidade dependeu do contexto sob o qual operava, sendo adequado enquanto a “ordem liberal” europeia foi mais ou menos estável (EICHENGREEN, 2000, FIORI, 1999). O padrão monetário ruiu quando caiu a ordem não apenas econômica, mas também política sob o qual se assentava.

3.2 O padrão monetário do período entre guerras

Com a eclosão da Primeira Guerra Mundial em 1914, o SMI efetivamente deixou de existir. Os governos suspenderam simultaneamente os compromissos de trocar suas moedas nacionais por ouro e de manter a paridade cambial, rompendo os acordos tácitos do regime anterior. A cooperação internacional, que sustentava o padrão ouro mesmo em momentos de crise, foi se desgastando com as rivalidades e tensões geopolíticas que precedem o conflito. Com a deflagração deste, qualquer tipo de solidariedade entre os bancos centrais para defender o sistema é abandonada. Não havia, assim, um sistema coerente para ordenar as transações internacionais (EICHENGREEN, 1994; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Não são analisados aqui os motivos que levaram à guerra, nem o desenvolvimento das tensões anteriores. Tampouco é tratado o desenrolar do conflito. Em relação ao tema da pesquisa, importa apenas saber quais consequências essas tiveram para o SMI. Aponta-se que, para financiar os gastos de guerra, os Estados passam a recorrer a emissão de moeda, gerando altas taxas de inflação. Os combates também interrompem os fluxos de comércio e investimentos mundial, gerando instabilidades econômicas. O final da conflagração, em 1918, não trouxe uma resposta imediata, pelo menos na esfera econômica. Os países europeus, até a época núcleo de um SMI, foram os principais afetados pela devastação causada, sofrendo pesadas perdas humanas. A reconstrução, após o fim do conflito, dar-se-ia através de novas expansões monetárias (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). A situação econômica mundial era um tanto caótica, no imediato pós-guerra.

Entre o final do século XIX e a época da primeira guerra, os EUA passam a ser uma das maiores – senão a maior - economia do mundo, e uma potência geopolítica no cenário internacional. O país fora praticamente a única potência a ser não afetada pela guerra, participando apenas marginalmente. O sistema financeiro e o dólar americano passam, a partir daí, a apresentar certo protagonismo internacional. Capitais norte-americanos, muitos já em dólar, afluíram para a ajuda militar e posterior reconstrução da Europa. Enquanto isso, a economia americana passou a absorver quantidades crescentes de reservas em ouro das combatidas nações europeias (EICHENGREEN, 2011; FLANDREAU; JOBST, 2009). Entretanto, os EUA tinham uma economia introvertida, eram mais protecionistas e menos integrados à economia mundial do que a Inglaterra. Seu desenvolvimento era baseado no mercado interno e na expansão das próprias fronteiras, resultando numa absorção líquida de capital. O dólar, assim, não desempenhava o mesmo papel internacional que a libra, nesse momento (DATHEIN, 2005; SERRANO, 2002).

Após o final das hostilidades, foram feitas tentativas de se reformar o SMI, voltando a um regime cambial mais estável. Durante a segunda metade da década de 1920, uma série de conferências foi realizada para instituir algum padrão discernível. Chegou-se a um acordo para o reestabelecimento do padrão ouro, com as paridades das moedas retornando aos níveis anteriores à guerra (D'ARISTA, 2009; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005; SERRANO, 2002). Como o problema da incompatibilidade das reservas de ouro e da demanda mundial por moeda foi efetivamente admitido como uma limitação, aceitou-se explicitamente que os países periféricos do sistema podiam manter reservas em moedas nacionais dos países centrais, enquanto esses manteriam, em tese, suas reservas apenas em ouro e preservariam a paridade e conversibilidade de suas moedas. Assim, o período do entre guerras também pode ser caracterizado como um padrão câmbio-ouro (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Entretanto, esse sistema padeceu de inúmeros problemas, e teve curta duração. Devido ao aumento da inflação nos anos precedentes, a adoção da paridade anterior à guerra exigia políticas contracionistas severas, que pioravam o quadro geral de desemprego e estagnação - principalmente na Inglaterra, que deveria ser o emissor da moeda-chave e garantidor de estabilidade do sistema (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). Os déficits externos acumulados e a perda de competitividade da economia inglesa frente a outros Estados - principalmente EUA e Alemanha - faziam com que aquele país fosse incapaz de prover liquidez adicional ao sistema através de capitais de longo prazo. Ainda, suas reservas de ouro estavam sendo drenadas para a economia americana, não atingida pela guerra. Desse modo, não eram factíveis nem mesmo expansões monetárias totalmente lastreadas em ouro, para suprir as reservas cambiais acordadas (SERRANO, 2002).

A grande crise econômica de 1929 abalou ainda mais a economia internacional. A estagnação, deflação e desemprego fizeram pender a balança para a estabilização interna, em detrimento dos acordos externos. Os Estados foram, um a um, abandonando o padrão ouro restaurado. Novamente, suspendem-se os compromissos com a conversibilidade em ouro e com a paridade cambial. O valor de algumas moedas passou a flutuar livremente em relação às outras. (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). Para lidar com essas instabilidades, os países recorreram à controles e tarifas, tanto sobre o comércio quanto sobre o fluxo de capitais. À medida que a depressão se aprofundava, no início da década de 30, a economia global ia se retraindo a blocos pequenos ou economias semi-autárquicas, protegidas por barreiras (D'ARISTA, 2009; EICHENGREEN, 2011; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). A retração econômica e o protecionismo fizeram soçobrar definitivamente o SMI baseado no padrão ouro.

A irrupção da Segunda Guerra Mundial, em 1939, postergou a rediscussão de um novo arranjo. A economia mundial começa a recuperar-se, lenta e desigualmente, na segunda metade da década de 30. Porém, o reescalonamento de tensões e conflitos no SI impediu uma concertação geral de um padrão monetário. O início dos embates e a divisão das potências em dois blocos antagônicos (o Eixo, composto por Alemanha, Itália e Japão; e os Aliados, formado por EUA, Inglaterra, França e URSS) estancou a recuperação das transações internacionais. Durante todo esse período, do início da Primeira Guerra em 1914 até o final da Segunda Guerra em 1945, não houve um padrão claramente discernível ou estável para o SMI. As tentativas de reconstrução se mostraram infrutíferas. Assim como o padrão ouro, essa instabilidade foi fruto de sua época, os “vinte anos de crise”⁷. A conturbação do período não foi causada somente por elementos econômicos, mas principalmente por disputas geopolíticas de poder. Somente com a aproximação do final do conflito, na década de 40, é que se voltaria a discutir uma arquitetura estável para o SMI.

3.3 O regime de Bretton Woods

Com a iminência do final da Segunda Guerra Mundial e a vitória sobre o Eixo tida como certa, começavam as negociações para o rearranjo da ordem mundial no pós-guerra. Os Aliados, prováveis vencedores, iniciaram uma série de conferências para definir os rumos da nova concertação. Estava em ordem a reconstrução de todo o SI, sob novas bases. Entre as pautas, constava a formulação de um novo padrão para o SMI. Durante os anos do entre guerras, não houve um sistema coerente para ordenar as trocas internacionais. Os beligerantes entendiam que um novo regime monetário era necessário para integrar o novo ordenamento internacional, a fim de proporcionar um período de estabilidade e crescimento da economia mundial. Esses assuntos foram tratados na conferência de Bretton Woods, nos EUA, em 1944, ainda durante a guerra.

Compareceram à conferência delegados da maioria dos países Aliados, e alguns de países neutros no conflito. Entretanto, a formulação do novo padrão foi um embate basicamente entre as delegações dos EUA e da Inglaterra⁸, os dois Estados mais importantes nas questões monetárias e financeiras. Ambas tinham propostas bem diferentes para o novo regime (EICHENGREEN, 2011, 2000). Não cabe aqui discutir minuciosamente as proposições

⁷ Expressão consagrada por Edward Carr para descrever o período de instabilidades e turbulências internacionais entre 1919 e 1939 (cf. CARR, 2001).

⁸ Lideradas, respectivamente, por Harry Dexter White, assistente do secretário do Tesouro norte-americano, e John Maynard Keynes, ilustre economista britânico (EICHENGREEN, 2011).

apresentadas. Entretanto, é necessário ter em mente que o resultado final do acordo não estava determinado ou era o único possível. As propostas rejeitadas também são importantes pois muitas alternativas contemporâneas para a reestruturação do SMI levam em conta as ideias apresentadas naquela ocasião⁹.

Esclarecido isso, indica-se que os dois lados acabaram chegando a um acordo, que foi aceito e subscrito pelas outras delegações presentes. O resultado final foi algo mais próximo da proposta americana, com algumas contrapartidas. Em linhas gerais, definiu-se de modo preliminar que se descartaria a construção de uma moeda mundial, como Keynes desejava: o novo sistema continuaria sendo baseado nas próprias moedas nacionais. Para tanto, deveria haver a eliminação dos controles impostos no entre guerras, o que tornaria as moedas conversíveis umas nas outras. As principais concessões americanas foram a concordância no aumento dos recursos de uma proposta de organização monetária multilateral, ainda assim abaixo do que os negociadores britânicos demandavam, e a aceitação dos controles de capitais no curto prazo, com sua eliminação gradativa (EICHENGREEN, 2011; SERRANO, 2004).

O resultado final dos debates gerou o que seria o novo regime monetário: o sistema de Bretton Woods, ou padrão dólar-ouro, a ser implementado assim que findassem os conflitos. O objetivo era criar um sistema que levasse ao pleno emprego e à estabilidade de preços, simultaneamente fazendo com que os países obtivessem um equilíbrio em suas contas externas sem restringir o comércio internacional – sem que cada Estado, tentando obter individualmente esse equilíbrio, desestabilizasse todo o sistema, como acontecera no período imediatamente anterior (DATHEIN, 2005; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Em teoria, a essência do novo padrão era que os países manteriam taxas fixas de câmbio com relação às outras moedas (havia possibilidade de reajuste, como se verá), e essa paridade seria ancorada no ouro: os valores das moedas seriam fixos nesse metal. Elas deveriam ter livre conversibilidade entre si e com a âncora principal. Seria criada uma organização internacional, o Fundo Monetário Internacional (FMI), para observar o cumprimento dessas regras, com autoridade para punir os países que desrespeitassem o acordo e compensar os que fossem prejudicados. Cada participante contribuiria com uma parcela das reservas do fundo, ponderada por seu peso econômico, e que equivaleria ao peso do voto na organização (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2000; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

⁹ Principalmente, as ideias de Keynes para a criação de uma instituição supranacional que supervisionasse os pagamentos internacionais, e de uma moeda mundial, são citadas como base para novas formulações. Para uma análise um pouco mais detalhada das propostas originais de ambos os lados, conferir Eichengreen (2011); Serrano (2004). Para as propostas modernas de reformulação do SMI, conferir Dathein (2005); D'arista (2009); Mateos y Lago, Dutttagpta, Goyal (2009); Silva (2013b).

Para solucionar os desequilíbrios dos BPs, havia mecanismos de ajuste diferentes dos reajustes coordenados das taxas de juros do padrão ouro. As taxas de câmbio, dessa vez, poderiam ser alteradas. Os valores podiam flutuar livremente dentro de uma pequena margem. Caso os desequilíbrios persistissem, o FMI entrava em ação. Mediante aviso prévio à instituição, os Estados podiam intervir nos mercados cambiais para realizar alterações maiores. A organização também podia fornecer empréstimos financeiros de curto prazo para essa intervenção, com a exigência de mudanças na política monetária (“condicionalidades”). E por fim, as taxas de câmbio podiam sofrer realinhamentos ainda maiores, submetidos à votação dentro do fundo, se fosse detectado um “desequilíbrio fundamental”. Esta expressão crucial, porém, nunca foi definida precisamente, deixando uma lacuna na arquitetura do sistema (EICHENGREEN, 2000). O regime cambial era, portanto, fixo, mas ajustável frente a certas condições. Os instrumentos de realinhamento cambial como mecanismo de ajuste serviam para evitar os aumentos contracionistas das taxas de juros (CINTRA; MARTINS, 2013; DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2000; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Porém, a ordem “real” do novo SMI se afastou dessa acordada em Bretton Woods. Como ao final da guerra e início de operação do sistema os EUA detinham a maior parte das reservas em ouro, o dólar era, naquele momento, a única moeda que podia garantir sua conversibilidade. Também eram, indiscutivelmente, a maior potência do SI. Pode-se dizer que o resultado final do novo padrão significou “uma conjugação da hegemonia econômica, militar e política” dos EUA (DATHEIN, 2005, p. 55). Aceitou-se assim a moeda norte-americana como moeda-chave, servindo a todas as seis funções de uma moeda internacional elencadas no capítulo um (CINTRA; MARTINS, 2013; DATHEIN, 2005; D’ARISTA, 2009). Outras moedas nacionais (especialmente a libra) ainda mantinham certa participação nos mercados mundiais. Esta, entretanto, era muito mais decorrente da inércia e da situação geopolítica anterior. Tal participação iria minguar, consolidando o dólar como a âncora do sistema e única moeda internacional (EICHENGREEN, 2011; FLANDEAU; JOBST, 2009).

O dólar, desse modo, era basicamente a única moeda que tinha seu preço vinculado em ouro, e cujo Estado se dispunha a prontamente trocar uma quantidade de moeda pelo equivalente em ouro. A dominância da moeda norte-americana fazia com que os outros Estados preferissem acumular ativos denominados em dólar em vez de reservas metálicas. Os bancos centrais mantinham reservas em dólar, mediante o compromisso do banco central norte-americano (o FED) de trocar esses dólares por ouro e manter o valor de sua moeda. (CINTRA; MARTINS, 2013).

Os bancos centrais também regulavam suas taxas de câmbio frente diretamente ao dólar, e não ao ouro, trocando moeda doméstica no mercado cambial por ativos dolarizados a fim de manter a paridade acordada. A necessidade de intervir no mercado significava que cada banco devia manter reservas suficientes em dólar para tanto. Mesmo que os países fixassem sua taxa de câmbio apenas à moeda norte-americana, as “forças de mercado” manteriam os valores em todas as outras moedas – as taxas cruzadas de câmbio – constantes em termos de dólar (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). A possibilidade de promover reajustes cambiais não existia, porém, para os EUA, salvo que todos os outros Estados concordassem em um movimento contrário para suas moedas. O compromisso de manter o preço fixo do dólar em ouro, e a promessa de trocar uma quantidade de dólares pela quantidade de ouro equivalente e vice-versa, eram os sustentáculos do padrão monetário (DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2000).

Os controles de capitais, controles cambiais e barreiras comerciais, que em princípio deveriam ser eliminados gradativamente, foram tolerados por um prazo maior que o inicialmente planejado. Para os países destruídos pela guerra – o que deixava apenas os EUA de lado, basicamente – tais controles eram vistos como um meio de acelerar o crescimento frente à melhor posição econômica que os EUA desfrutavam. Entendeu-se que esses controles eram necessários para a reconstrução das economias, elemento fundamental para o bom funcionamento do sistema. Ainda, o início da Guerra Fria premia por uma Europa e Japão fortalecidos. Para isso, permitiram-se a manutenção da inconvertibilidade e o adiamento de sua entrada completa nos padrões de Bretton Woods (EICHENGREEN, 2000; HELLEINER, 1994). E de fato, os controles e barreiras, principalmente na Europa, possibilitaram o retorno do crescimento econômico. Por isso, sua eliminação foi adiada e mais demorada. A maioria das moedas europeias tornou-se plenamente conversível apenas em 1958 (EICHENGREN, 2000; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Bretton Woods, portanto, continha uma assimetria básica, pelo modo como foi operado. Ao posicionar o dólar como a moeda-chave do sistema dava aos EUA uma posição privilegiada. Era o único país que mantinha a autonomia de sua política monetária, desde que não rompesse o compromisso da paridade com o ouro. Até esse ponto (isso em tese: como se verá adiante, esse limite foi efetivamente extrapolado), podia expandir ou contrair o meio circulante emitido, que servia como a moeda internacional do sistema. Tal política afetava, além da economia nacional norte-americana, também as outras economias nacionais. Devido ao compromisso de manter a paridade com o dólar, os outros Estados eram obrigados a “importar” passivamente a política monetária do centro de reservas (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). E conferia ainda

um “privilégio exorbitante”, nos termos que em que foi descrito anteriormente: os EUA podiam, até certa medida, financiar seus déficits externos com a própria moeda, desde que mantivessem o preço do dólar frente ao ouro (EICHENGREEN, 2011). Também cabia exclusivamente aos EUA a gestão e provisão da liquidez internacional, o que dava àquele a condição de intervir, de maneira indireta, no volume de transações e no próprio crescimento econômico global (CINTRA; MARTINS, 2013).

Apesar dessas prerrogativas, o padrão monetário de Bretton Woods foi benéfico para os países afetados pela guerra, sendo exitoso em seus objetivos de reestruturação e maior estabilidade das transações internacionais – ao menos num primeiro momento. Os EUA efetuaram uma política benigna ao sistema, e o manejaram de modo multilateral. As questões geopolíticas do início da Guerra Fria fizeram com que o crescimento econômico dos aliados fosse a prioridade da política externa e econômica americana. Assim, toleraram os controles de capitais, executaram uma política monetária favorável ao resto do sistema, e proveram a liquidez necessária para o bom funcionamento dele (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2000; SERRANO, 2002).

Com a recuperação econômica dos aliados e o afluxo de capitais para fora de suas fronteiras, os EUA passaram a apresentar déficits crescentes no seu BP. Esses eram de pequena monta no início, mas passam a tornarem-se volumosos nas décadas de 60 e 70 (DATHEIN, 2005; EICHENGREEN 2011, 2000; MEDEIROS; SERRANO, 1999; SERRANO, 2002; SHAIKH, 1973). Como o dólar era a âncora do sistema, os déficits não foram tidos como problemáticos, num primeiro momento. Existem divergências na literatura quanto à data precisa, mas em algum ponto entre o final da década de 50 e o início da década de 70, os passivos externos americanos superam seus ativos, tornando a economia americana uma devedora líquida internacional (DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2011; MEDEIROS; SERRANO, 1999). Essa condição tocava na contradição fundamental do regime.

O sistema acordado em Bretton Woods implicava algumas incongruências, assim como os regimes anteriores. A principal delas era o chamado “dilema de Triffin”. Este derivava de uma contradição entre as funções simultâneas de ativo de reserva e meio de liquidez do dólar. Com o compromisso de manter o preço fixo em ouro, o FED apenas poderia emitir dólares na proporção do aumento de reservas de ouro americanas. Entretanto, o crescimento econômico do período levava a um aumento na demanda da moeda internacional, para suprir o comércio mundial. O emissor da moeda-chave precisava incorrer em algum déficit para suprir a liquidez internacional. A exigência era cada vez maior, o que levava a déficits também maiores.

Entretanto, esses déficits crescentes minavam a confiança na paridade do dólar com o ouro (CINTRA; MARTINS, 2013; DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2000; SERRANO, 2002). As opções disponíveis, dentro dos marcos de Bretton Woods, eram

De um lado, se o país central tem déficits persistentes, a conversibilidade e a sobrevivência do sistema serão ameaçadas. Mas se, por outro lado, o país central evitar déficits na balança de pagamentos à guisa de manter a moeda-chave com uma cobertura razoável em ouro, o comércio mundial não poderá crescer satisfatoriamente, pois haverá uma crônica falta de liquidez internacional (SERRANO, 2002, p. 246)

A aceleração econômica requeria uma liquidez maior do que a disponibilidade das reservas auríferas dos EUA podia suprir. Caso a quantidade de dólares excedesse essas reservas, corria-se o risco de todos os agentes detentores de ativos americanos decidirem trocar dólares por ouro. Os EUA não conseguiriam honrar seus compromissos, quebrando o sistema (EICHENGREEN, 2011; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Aqui também há um ponto de vista discordante. Para Serrano (2002), o dilema de Triffin não existia, não se configurando nenhuma limitação ou contradição intrínseca do sistema. A argumentação é basicamente a mesma exposta no caso do padrão ouro. Apesar da ameaça constante de desconto dos dólares sobre as reservas de ouro americanas, as reservas metálicas não mudavam de mãos, e os pagamentos internacionais eram sempre efetuados através de fluxos de capital denominados em dólar. Mesmo com a base monetária não crescendo no mesmo ritmo que o sistema inteiro, esse podia expandir-se e sustentar as transações mundiais pelo aumento do volume dos fluxos de capitais ou pelo aumento na velocidade de circulação monetária (SERRANO, 2002).

Outro problema, relacionado com o primeiro, era que os EUA tinham a prerrogativa de comandar o crescimento monetário internacional. Políticas econômicas contracionistas ou expansionistas daquele país, que não necessariamente coincidiam com os ciclos dos outros Estados, ditavam a estabilidade macroeconômica do restante dos participantes do sistema. Enquanto isso, o contrário não se verificava, e os EUA mantinham autonomia para usar sua política monetária a fim de perseguir seus objetivos nacionais, em detrimento da harmonia do sistema (EICHENGREEN, 2000, 2011; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Por último, é possível citar a falta de um mecanismo eficiente de ajuste para resolver desequilíbrios no BP. Apesar de os acordos concederem a possibilidade de mudanças nas paridades cambiais, essas foram extremamente raras nos países centrais do sistema, sempre ligadas a crises agudas. Uma desvalorização cambial era vista como admissão de fraqueza

macroeconômica pelos governos nacionais, além de ensejar problemas de confiança na estabilidade futura da moeda. Além disso, como descrito acima, a questão do desequilíbrio fundamental, que levaria a uma ação concertada para alcançar uma solução, nunca foi definida precisamente. Essas questões não tiveram muito impacto enquanto os controles de capitais vigoraram, durante as décadas de 40 e 50. O volume dos fluxos de capitais não era suficiente para desestabilizar o regime cambial para além do controle dos bancos centrais. Quando os controles começaram a ser suspensos, a partir do início dos anos 60, os capitais voláteis passaram a ser altamente prejudiciais à manutenção do sistema (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2000, KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Apesar desses pontos, o sistema funcionou a contento. Com os controles sobre os fluxos econômicos e a ajuda externa norte-americana, a Europa Ocidental e o Japão conseguiram reconstruir-se e voltaram a crescer. A economia mundial, em geral, experimentou um grande crescimento durante o período – a “Idade de Ouro” do capitalismo moderno (SERRANO, 2002). O arranjo monetário foi de grande valia para os países participantes, principalmente para os EUA com sua posição privilegiada. O padrão acordado em Bretton Woods funcionou bem em relação a seus objetivos, apesar de suas contradições.

Muito disso se deveu aos desvios do acordo original. Os controles de capitais impediram que os fluxos financeiros derrubassem as paridades fixas do câmbio. Um compromisso tático fez com que os bancos centrais não descontassem o montante cada vez maior de dólares acumulados, o que explicitaria a falta de ouro suficiente para lastrear o sistema e denotaria sua contradição fundamental. A conversibilidade do dólar foi preterida em favor de sua função de meio circulante internacional, a partir dos persistentes déficits da economia norte-americana. Esses déficits foram suportados enquanto se destinavam à reconstrução dos aliados e à contenção da URSS (DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2000; SHAIKH, 1973). Entretanto, a partir da década de 60 os problemas inerentes a esse sistema foram surgindo, e acabaram por causar a derrocada de Bretton Woods.

Apesar do entendimento de que o acordo de Bretton Woods funcionou mais ou menos de acordo com o esperado, ele não foi imune a crises. As contradições aqui apontadas estiveram sempre presentes, e se manifestaram em crises cambiais periódicas. O sistema, entretanto, foi eficiente para absorver essas crises, num primeiro momento. Muito disso se deveu à percepção de objetivos comuns e da solidariedade entre os Estados mais poderosos (EICHENGREEN, 2011, 2000). Com o fim progressivo dos controles de capitais e o desenrolar da Guerra Fria, entretanto, essas dificuldades acabaram por solapar o sistema.

A década de 60 teria sido o início da crise terminal do regime (EICHENGREN, 2011, 2000; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). Como mencionado, por volta dessa época, os passivos externos americanos tornaram-se maiores que suas reservas em ouro. Atingia-se o ponto crítico da contradição apontada no dilema de Triffin. Com os últimos controles de capitais sendo eliminados, também a volatilidade e o volume dos fluxos financeiros aumentaram a frequência e a profundidade dos desequilíbrios de BP. Ainda, questões internas e a disputa geopolítica adicionaram mais pressão ao sistema.

Conflitos distributivos e pressões sociais internas marcaram toda a década de 60 nos EUA. Para enfrentar o problema, o governo decidiu aumentar os gastos sociais. Os déficits fiscais advindos do envolvimento na Guerra do Vietnã acentuaram o problema. Tudo isso fez a inflação americana aumentar continuamente durante o período (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005; SERRANO, 2004). Como consequência, a competitividade externa daquela economia diminuiu, aumentando ainda mais os déficits globais no BP (SERRANO, 2004).

A relativa escassez experimentada no início do sistema logo tornou-se um excesso de liquidez. Os crescentes déficits norte-americanos inundaram os mercados internacionais com dólares (DATHEIN, 2005; D'ARISTA, 2009). A extinção dos controles cambiais e desregulamentação financeira exasperavam o problema. A defesa unilateral das taxas de câmbio era desse modo dificultada (EICHENGREEN, 1994; SHAIKH, 1973). Numa tentativa de salvaguardar o arranjo, passaram-se a adotar medidas para tentar resolver os problemas inerentes de Bretton Woods.

Tais medidas foram tanto unilaterais quanto multilaterais. As primeiras foram adotadas principalmente pelos EUA, numa tentativa de conter os déficits externos e frear a perda relativa de reservas. A partir de 60, passou a haver um aumento sucessivo nas taxas de juros praticadas pelo FED, com o objetivo de atrair capitais para os cofres americanos. Em 1968, pela primeira vez desde a vigência do acordo, os EUA adotaram controles de capitais, com a restrição à saída de dólares na forma de investimentos e empréstimos (DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2000).

Em âmbito multilateral, também foram feitas tentativas para a manutenção dos acordos. O mercado de ouro foi segmentado em dois, sendo um público, de compensação entre os bancos centrais, e um privado, onde o preço do ouro passou a flutuar, não mais sendo mantido pelas autoridades econômicas. A ligação entre os dois foi suspensa também em 1968, quando os bancos centrais passaram a não mais honrar as obrigações que os agentes privados detinham em suas moedas (EICHENGREEN, 2011; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005; SHAIKH, 1973).

Foi acordada, por fim, a criação de um Fundo Comum do Ouro. A ideia era compartilhar as reservas em ouro, de modo a aumentar os recursos disponíveis a cada Estado para defender o valor de sua moeda. Na prática, era um modo de aumentar as reservas dos EUA para que o valor do dólar pudesse ser mantido, já que a emissão de moeda ultrapassava em muito suas próprias reservas (DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2011, 2000).

A medida que geraria maior repercussão futura, ao menos por seu valor simbólico, foi a criação de uma unidade monetária de reserva suplementar ao dólar. Através do FMI, foi engendrada a emissão dos Direitos Especiais de Saque (DES), moeda escritural a ser utilizada apenas nas transações entre bancos centrais. Ela serviria como unidade de reserva oficial junto ao dólar, provendo liquidez adicional ao sistema. Os DES foram alocados em proporção à participação inicial de cada país no fundo. A nova moeda fiduciária, entretanto, seria emitida apenas extraordinariamente, em volume suficiente para suprir a demanda por moeda não atendida, e sem que se recorresse a emissões de dólares não cobertas por ouro (DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2011, 2000; SHAIKH, 1973).

Porém, esse novo mecanismo era problemático por dois motivos: em primeiro lugar, os DES podiam ser utilizados apenas em âmbito oficial, não havendo um mercado privado para eles, o que limitava sua utilização prática. Em segundo lugar, a alocação desses créditos foi feita segundo as cotas no FMI, e novas emissões deviam ser aprovadas pelo conselho do fundo. Assim, os DES acabaram indo para os Estados mais poderosos economicamente, que detinham o maior poder de voto na organização, e não para aqueles que mais necessitavam de novas reservas (EICHENGREEN, 2011).

Essas provisões se mostraram apenas paliativas, que postergavam o colapso do acordo. Posto o dilema de Triffin, o problema básico dos desequilíbrios monetários – a liquidez em dólares em volume superior às reservas norte-americanas – não era resolvido. Os crescentes déficits da economia americana eram apenas atenuados por curtos períodos, não havendo reformulação estrutural do sistema. As reservas de ouro americanas continuavam caindo de modo preocupante para a estabilidade do sistema (EICHENGREEN, 2011, 2000; SHAIKH, 1973). E os EUA se negavam a subordinar seus objetivos políticos e econômicos à defesa do preço do ouro em dólares. Os gastos no Vietnã e os projetos sociais tornavam menos suportável, aos olhos dos outros Estados, financiar os déficits americanos. A ameaça do governo americano era romper definitivamente seus compromissos e desestabilizar o sistema, de uma vez por todas, caso os bancos centrais não fornecessem o apoio necessário (DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2000; SHAIKH, 1973).

Ao iniciar a década de 70, a economia norte-americana enfrenta uma nova onda de recessão e desemprego. A resposta da administração Nixon passava por uma desvalorização do dólar para aumentar a competitividade e amenizar o déficit externo. Tal desvalorização cambial implicava uma valorização de todas as outras moedas, portanto, demandava uma ação coordenada (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005; SERRANO, 2004, 2002). O dilema era que uma desvalorização do dólar poderia enfraquecer sua posição como moeda-chave do sistema e levar os agentes a afastarem-se dele, temendo novas desvalorizações (SERRANO, 2004, 2002).

Entretanto, grande parte dos governos dos outros países não estava disposta a aceitar um realinhamento que beneficiaria apenas os EUA, enquanto não se tomavam iniciativas para combater seus déficits agora crônicos. As negociações não avançavam e não se consegue um consenso sobre a reforma do sistema. Até que, em agosto de 1971, o FED toma unilateralmente a decisão de suspender seus compromissos e de romper os acordos de Bretton Woods, anunciando que não iria mais trocar dólares por ouro (DATHEIN, 2005; EICHENGREEN, 2011, 2000; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005; SERRANO, 2004, 2002; SHAIKH, 1973). Além disso, o governo impõe um imposto de quase 10% sobre as importações e medidas para estimular as exportações - o que equivalia à valorização cambial demandada para as outras moedas (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Em dezembro do mesmo ano, ainda houve tentativas de restaurar aquele padrão. Firmado no Instituto Smithsonian, um novo acordo restaurou as paridades fixas entre as diversas moedas nacionais, o dólar e o ouro (EICHENGREEN, 2011, 2000). A moeda norte-americana foi desvalorizada - o que implicava uma apreciação em valor semelhante em todas as moedas - e a banda de flutuação marginal, sem intervenção do FMI, foi alargada (DATHEIN, 2005). Porém, essa nova concertação teve existência curta. Os EUA não enfrentaram o problema de seus déficits crônicos, não havendo qualquer mudança perceptível na condução da política econômica. Com o recurso ao rompimento da conversibilidade e desvalorização do dólar já tendo sido empregado, a confiança na sustentação do sistema estava comprometida. Em 1973, uma fuga maciça de capitais levou países periféricos da Europa a romperem o compromisso com a nova paridade cambial. Uma nova desvalorização do dólar foi tentada, mas as negociações acabam infrutíferas. Não havia mais a expectativa de que o preço do ouro nem das moedas nacionais se manteria estável no atual arranjo. Os principais países europeus também renunciam ao compromisso de defesa das paridades e deixam que suas moedas flutuem, colocando um fim definitivo no sistema de Bretton Woods (EICHENGREEN, 2000). Os acordos firmados em 1944 haviam sido permanentemente rompidos.

3.4 O padrão monetário atual

Com o fim do regime de Bretton Woods, o SMI entrou em uma nova configuração histórica, que prevalece, em certo sentido, até hoje. Não houve acordos nem convenções para a reorganização de um novo padrão. Desse modo, também não houve uma mudança drástica do regime anterior. Em suma, após um período de instabilidade e indefinição na década de 1970, o dólar se afirmou novamente como a moeda dominante do sistema. Essa situação persiste. Entretanto, há diferenças significativas com o padrão anterior. Não há mais uma âncora do sistema, como o ouro era, que não a própria moeda-chave. Isso traz implicações para o funcionamento atual do SMI.

Inúmeras questões, apontadas anteriormente, conjugam-se para formar um quadro de instabilidade aguda no início da década de 70. Com as tensões montadas sobre o sistema monetário e financeiro, os EUA decidiram por romper unilateralmente o regime de Bretton Woods. Essa decisão exacerbou ainda mais as questões. As discussões subsequentes, sobre um ajuste no funcionamento daquele padrão, acabam sendo todas malsucedidas. Assim, abandonou-se o ouro como lastro e as paridades fixas de câmbio. A inexistência de qualquer lastro para a emissão monetária e a flutuação cambial, conjugadas com os fluxos financeiros intensificados nos últimos anos, provocaram altas taxas de inflação nos principais países do sistema (CINTRA; MARTINS, 2013; HELLEINER, 1994). O primeiro choque do petróleo, em 1973, deflagrou ainda mais inflação e volatilidade pelo sistema (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

A inflação alta e o fraco desempenho econômico - quando comparados à “Idade de Ouro” dos anos 50 e 60 – fez com que os agentes buscassem afastar-se do dólar e procurar maior diversificação (EICHENGREEN, 2011). Ocorreu uma desvalorização da moeda americana, com perda da participação de mercado nas funções que exercia. A desconfiança quanto ao futuro do SMI gerou um movimento de fuga da moeda dominante até então. A desregulamentação dos mercados financeiros, em curso desde a década de 60, favoreceu esse movimento de capitais (SERRANO, 2002). Um segundo choque do petróleo, em 1979, tornou a situação monetária internacional caótica (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

Após quase uma década de indefinição, o sistema começou a tomar um rumo no final dos anos 70. Uma nova orientação da política externa americana, que viria a ser dominante com a eleição de Ronald Reagan em 1980, decidiu retomar a posição internacional norte-americana. Essa estava sendo contestada após o fracasso no Vietnã e com a aceleração econômica da Europa, Japão e do Terceiro Mundo (DATHEIN, 2005). Para isso, a política econômica

contribuiria para enquadrar novamente os aliados, e vencer a Guerra Fria, superando a URSS (CINTRA, MARTINS, 2013; MEDEIROS; SERRANO, 1999; TAVARES, 1985). As lideranças norte-americanas desistiram de tentar coordenar o sistema monetário de modo multilateral, buscando reafirmar a supremacia do dólar e consolidar a hegemonia dos EUA (SERRANO, 2004).

Os principais instrumentos dessa nova iniciativa foram monetários e cambiais. Passou-se a executar uma política de “dólar forte” (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2011; KRUGMAN; OBSTFELD, 2005; SERRANO, 2004, 2002). O objetivo era valorizar o dólar frente às outras moedas (já que agora, com o câmbio flutuante, o dólar podia alterar seu valor com cada moeda individualmente), para retomar sua predominância como moeda-chave do sistema. O primeiro movimento foi um aumento drástico das taxas de juros internas. Entre 79 e 81, as taxas de juros de curto prazo praticadas pelo FED subiram continuamente. Com isso, ocorreu efetivamente uma valorização, com a atração de capitais externos que haviam deixado o dólar (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2011; SERRANO, 2004).

A elevação da taxa básica de juros norte-americana provocou uma recessão mundial, inclusive nos EUA. Há uma contração do crédito tanto privado quanto público nas economias mais fortes. Na periferia, ocorre uma violenta crise das dívidas externas, gerando um colapso econômico e fuga de capitais. Os agentes passam a buscar segurança e estabilidade, que os ativos denominados em dólar podiam oferecer no momento (MEDEIROS; SERRANO, 1999; TAVARES, 1985). De fato, apesar da instabilidade e desconfiança quanto ao cumprimento de acordos nas décadas de 60 e 70, os EUA ainda mantinham a posição de maior economia do mundo, com o maior mercado financeiro e maior participação em termos de transações correntes. Além disso, naquele momento, não havia alternativa viável: nenhuma outra moeda nacional se apresentava em condições de substituir completamente o dólar, conforme os indicadores apontados no capítulo um. Os DES, como se viu, tinham uma utilização muito limitada pela própria maneira como foram criados (EICHENGREEN, 2011).

A estratégia foi bem-sucedida, e o dólar afirmou-se novamente como o centro do sistema. A partir do início da década de 1980, tinha-se a configuração de um novo padrão monetário internacional (SERRANO, 2008). Esse pode ser descrito como um padrão “dólar-flexível” (CARNEIRO, 2010; CINTRA; MARTINS, 2013; SERRANO, 2008, 2005, 2002). Nele, o dólar é a moeda-chave, servindo todas as seis funções de uma moeda internacional. Os agentes não são restringidos a essa escolha por nenhum acordo, podendo eleger a moeda que quiserem para suas transações. Entretanto, a participação de outras moedas, de modo geral, é pequena,

derivando-se mais de uma estratégia de diversificação de ativos ou a circunstâncias geopolíticas específicas (AUBOIN, 2012; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; MAZIAD et al., 2011). O dólar é, sem dúvida, a moeda principal do sistema.

Não havia mais um outro ativo que servisse de reserva de valor, como foi o ouro, que não a própria moeda norte-americana. Ao fim, o dólar é inconversível, ou conversível apenas em si mesmo (SERRANO, 2002). Todas as outras moedas devem manter algum tipo de conversibilidade com ele, já que é o que ancora o sistema, mas nem todas mantêm a conversibilidade entre si. Não existe acordo ou convenção que prescreva a manutenção das taxas de câmbio, que variam conforme o movimento dos mercados e dos fluxos de capitais entre os Estados - ainda que alguns países procurem manter uma paridade fixa entre sua moeda e o dólar (CINTRA; MARTINS, 2013; SERRANO, 2008).

Elimina-se totalmente a restrição externa aos EUA, já que sua moeda é o centro de gravidade do SMI, e a expansão da quantidade de dólares (tanto em moeda quanto em instrumentos financeiros denominados nela) não necessita obedecer mais a nenhuma paridade. O governo americano, emissor único da moeda internacional, pode assim criar liquidez, financiar déficits e contrair ou aumentar sua dívida externa através de sua própria expansão monetária (CARNEIRO, 2010; SERRANO, 2004, 2002). Sendo o dólar a unidade de conta principal, tanto das taxas de câmbio quanto das transações privados, os passivos externos dos EUA são também denominados nele. Esses passivos, como supracitado, não são conversíveis em outra coisa que não a própria moeda norte-americana. Sendo o dólar também o meio de pagamento requerido para efetuar as transações internacionais, e o ativo de reserva principal do sistema, não há possibilidade de que os EUA fiquem sem recursos para cumprir com suas obrigações externas. Dito de outra forma, não há restrição externa à política macroeconômica daquele país (CARNEIRO, 2010; CINTRA; MARTINS, 2013; SERRANO, 2008).

Como os EUA não correm o risco de *default*, podem incorrer livremente em déficits globais no BP. Inclusive, podem sustentar déficits permanentes, como vêm ocorrendo desde ao menos a década de 80. Os agentes externos financiam o déficit americano, ao adquirirem ativos denominados em dólar – principalmente, títulos do Tesouro – ancorados no poder econômico, político e militar do Estado americano (TAVARES, 1985). Pode-se dizer que

Nesse sentido, a passagem do padrão-dólar para o atual sistema ‘dólar flexível’ correspondeu a um estreitamento da relação entre o poder político e o valor internacional das moedas. [...] o poder político e militar tenha se transformado no verdadeiro avalista do valor do dinheiro, e o inverso também se explicita, pois o dinheiro passa a assumir, de maneira mais transparente, o seu papel como instrumento do poder (FIORI, 1999, p. 74)

Os títulos e ativos denominados em dólar têm a maior liquidez e segurança do sistema. Com a prevalência da esfera financeira e o aumento contínuo dos fluxos de capitais, a possibilidade de financiamento encontra-se em expansão. Em contrapartida, o sistema financeiro norte-americano ancora e provê liquidez aos fluxos internacionais de capitais (CINTRA; MARTINS, 2013).

A inexistência de uma restrição externa também faz com que os EUA possam determinar de modo unilateral sua taxa de juros. O dólar é a moeda universal do sistema, e há demanda para ele a qualquer nível de taxa de juros ou câmbio (CARNEIRO, 2010). Ao mudar essa variável, o país também pode afetar diretamente o câmbio do dólar com todas as outras moedas. Os outros Estados, por utilizarem aquela moeda para suas transações internacionais, e por definirem as taxas de câmbio de suas moedas contra o dólar, não têm essa liberdade e devem levar em conta a política monetária americana ao definirem suas taxas de juros e perseguirem uma taxa de câmbio. A política monetária do emissor da moeda reserva afeta o restante do sistema; a recíproca não necessariamente é verdadeira (CARNEIRO, 2010; SERRANO, 2002).

Ao alterar a taxa de juros interna do dólar, o governo norte-americano também se coloca na posição única de determinar a taxa de juros que incide sobre sua própria dívida externa (CARNEIRO, 2010). Como essa dívida geralmente é composta por ativos em dólar, que costumam ser mantidos por não-residentes, quando há uma desvalorização, os detentores desses ativos sofrem perdas patrimoniais, não os emissores deles. Tal fato é o inverso do que ocorre com os ativos das outras moedas (SERRANO, 2004).

Assim, o padrão monetário que vigora a partir da década de 80 mostra-se extremamente assimétrico. A profundidade dos mercados financeiros, que requerem dólares para sua operação, faz com que os EUA possam aumentar seu déficit externo de maneira quase ilimitada. As pressões para que o país realize o ajuste de seu BP são pouco expressivas, ou não surtem efeito algum. Ao contrário, recaem sobre países periféricos com pouco poder geopolítico. Os desequilíbrios globais, então, tornam-se persistentes, já que a principal economia não enfrenta seu desequilíbrio externo (CINTRA; MARTINS, 2013; MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009).

O fim da Guerra Fria e o desmembramento da URSS colocam o bloco liderado pelos EUA como o vencedor da competição geopolítica. Na década de 90, a proeminência do dólar e do poder dos EUA dentro do SI foram ainda mais acentuadas. A hegemonia das ideias liberais, a tese do “fim da história” e o incontestável poderio econômico e militar americano solidificaram as bases sobre as quais se assentava a dominância do dólar. Assim, o padrão

monetário do dólar flexível consolida-se como o sucedâneo do sistema de Bretton Woods (FIORI, 2008, 1999).

O novo padrão internacional, porém, acarreta vários problemas. De maneira semelhante aos outros regimes aqui apresentados, incorre em algumas contradições pelo seu próprio modo de funcionamento. A principal delas é uma pronunciada assimetria entre o emissor da moeda-chave e os demais participantes do sistema. Como descrito anteriormente, o próprio fundamento do sistema, de não haver um ativo a manter a paridade com o meio de circulação principal, coloca os EUA numa posição privilegiada. A necessidade de realizar um ajuste no BP é defletida para os outros atores, enquanto aquele Estado mantém déficits quase permanentes. Enquanto o dólar for o meio de pagamento primordial, e a economia mundial demandar essa moeda para realizar as transações internacionais, os EUA poderão evadir-se de encarar seu desequilíbrio. Outros países, no entanto, estão sujeitos a crises de dívida externa, diminuição do crédito internacional, volatilidade cambial e de preços internos, caso apresentem déficits no BP (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2011; MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009; MAZIAD et al, 2011).

Combinado com a reemergência do dólar, uma nova onda de desregulamentação e liberalização nas décadas de 80 e 90 fez aumentar ainda mais os movimentos internacionais de capitais (HELLEINER, 1994). Tal aumento foi tanto no volume quanto na volatilidade desses fluxos. Dado que, em tese, não há limite para a expansão monetária do dólar, e não há grandes barreiras para a movimentação desses capitais, esse movimento muitas vezes é desestabilizador, gerando crises cambiais e nos BPs ao redor do mundo. Também geram movimentos bruscos nas taxas de câmbio, instilando maior incerteza quanto aos valores nominais das transações (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009).

A quase inexistência de controles de capital – ao menos na maioria dos países centrais – e a predominância da esfera financeira completam-se para aumentar a instabilidade produzida. Uma possível solução para essa questão acaba esbarrando em problemas de coordenação, derivada das externalidades em rede existentes. Os controles de capitais poderiam atenuar essas consequências, em alguma medida. Porém, os resultados positivos apenas adviriam se houvesse um movimento sincronizado nesse sentido. Se apenas um Estado implantar essas medidas, tem grandes chances de experimentar uma fuga de capitais e diminuição de investimentos externos, sem que isso gere uma estabilidade ao sistema como um todo. O padrão tende a manter-se, com possíveis consequências negativas os países, exceto para o Estado central, que tem a premissa de financiar possíveis desequilíbrios (EICHENGREEN, 2011; HELLEINER, 1994).

Essa volatilidade tem feito a demanda por reservas cambiais aumentar nos países periféricos, como forma de combater as possíveis crises. Com isso, fluxos de capitais deslocam-se para o centro, de modo a adquirir esses ativos. Reforça-se a posição dos EUA, com os estrangeiros continuando a financiar o déficit americano. A necessidade crescente de acumular reservas também torna difícil manter, simultaneamente, um equilíbrio interno e externo de maneira satisfatória. Isso é verdade principalmente nos Estados periféricos, que não têm uma moeda plenamente conversível nem apresentam os determinantes apontados (DATHEIN, 2005; MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009; MAZIAD et al., 2011).

Ademais, essa necessidade de acumular reservas cambiais para enfrentar a instabilidade inerente a esse arranjo aumenta ainda mais a dependência do emissor da moeda-chave. Como o dólar é a moeda mais utilizada para todas as funções, o sistema fica sujeito às políticas econômicas norte-americanas. A demanda precaucional de reservas aprofunda essa dinâmica. A provisão de liquidez e a manutenção do valor do dólar, de que dependem os agentes do SMI para efetuar suas transações, são geridas unilateralmente pelos EUA. Como essas questões se interligam com as políticas macroeconômicas internas do país, o sistema fica vulnerável às oscilações destas, que não necessariamente levam em conta a estabilidade do regime (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009; MAZIAD et al., 2011).

O padrão dólar flexível, como aqui se apresentou, configurou-se tremendamente desigual, ao alocar muitos benefícios (elencados no capítulo um) ao Estado emissor da moeda-chave, e colocar o peso do ajustamento externo sobre os outros, principalmente aqueles com menor representação geopolítica. Entretanto, conforme discutido acima, esse padrão não se estabeleceu por nenhum acordo explícito ou compromisso formal. As políticas da potência dominante, voltadas a um objetivo determinado, engendraram um modo de operação que foi seguido pelos demais – seja por terem concordado, seja pela pressão exercida, ou pela simples falta de opção.

Por outro lado, não há nenhum acordo que coaja ou constranja os Estados a manterem esse padrão. Inexiste uma convenção como as taxas de câmbio fixas ou a paridade com o ouro. Nada impede, desse modo, que os agentes tentem mudar o arranjo sob o qual operam. Uma mudança poderia advir de uma nova concertação multilateral, ou de políticas unilaterais por parte dos emissores das possíveis moedas internacionais. Acordos multilaterais têm sido tentados ao longo dos anos, e continuam sendo aventados, porém, sem grandes impactos¹⁰. Com

¹⁰ Um tema recorrente na literatura especializada são as propostas de reforma para o SMI. Estas não são discutidas aqui, já que fogem ao escopo do trabalho. Para um direcionamento acerca de fontes que versam sobre esse tema, conferir a nota nº 9 na página 46 neste mesmo trabalho.

a atual configuração geopolítica do SI, esse parece ser o caminho mais improvável. Outra maneira de subverter o sistema seria os Estados buscarem internacionalizar suas moedas, de modo a deslocar a posição do dólar e auferir os benefícios advindos de uma moeda internacional. Segundo a definição utilizada no primeiro capítulo da presente monografia, caso isso aconteça, acarretaria uma mudança estrutural no SMI, visto que uma das características da configuração atual, como se descreveu, é o dólar como única âncora do sistema.

3.5 Desafios ao dólar

Desde o primeiro momento em que o dólar retomou a condição de principal moeda do sistema, surgiram desafiantes à sua hegemonia. Houve tentativas de internacionalizar outras moedas nacionais, apoiadas no poder de seus Estados e no tamanho de suas economias. Apesar de, até o presente momento, não terem alterado estruturalmente o funcionamento do sistema, esses desafiantes têm provocado mudanças sutis (CARNEIRO, 2010; COHEN, 2009; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; EICHENGREEN, 2011). Como já indicado, a hipótese central deste trabalho é que a internacionalização recente da moeda chinesa teria o potencial de provocar mudanças mais profundas no padrão atual do dólar flexível.

Em ordem cronológica, a primeira rival potencial do dólar foi a moeda japonesa, o iene, ainda na década de 80. À época, o Japão era a segunda maior economia do mundo, com indicadores macroeconômicos estáveis, mercado financeiro amplo e profundo, além de ter uma posição de destaque na política internacional – principalmente em sua própria região. O iene passou a ganhar força nos mercados internacionais, notadamente no Leste Asiático, e propôs-se que seria um eventual concorrente a dividir posto de moeda-chave (CARNEIRO, 2010; COHEN, 2009; EICHENGREEN, 2011).

Entretanto, três pontos impediram uma maior internacionalização do iene. Em primeiro lugar, o próprio formato do mercado financeiro japonês, baseado muito mais no sistema bancário e de crédito doméstico, com um mercado de capitais pouco expressivo, limitou o uso maior de sua moeda (CARNEIRO, 2010). Em segundo lugar, no final da década de 80, o Japão entrou em uma crise prolongada. O país vem experimentando crescimento quase nulo ou negativo do PIB desde então. Somado a isso, a taxa real de juros do iene tem estado próxima de zero ou até negativa, o que desencoraja a manutenção de ativos nessa moeda. E por fim, e talvez mais importante, o próprio governo japonês desencorajou ativamente o uso internacional de sua moeda. Havia o entendimento de que os custos do processo superavam os benefícios no caso do iene. Na visão das autoridades japonesas, isso desestruturaria o modelo de crescimento

do país, baseado no direcionamento do crédito e controle dos preços macroeconômicos pelo Estado (COHEN, 2009; EICHENGREEN, 2011). Conjugados esses fatores, a internacionalização do iene estancou na década de 90, sem maiores desdobramentos sistêmicos.

O segundo desafiante à condição de moeda-chave a aparecer foi o euro. Como se apresentou neste capítulo, os Estados europeus historicamente buscaram um mecanismo de fixação de suas taxas de câmbio. Desde que o regime de Bretton Woods colapsou na década de 70, a comunidade europeia buscou sucessivamente vários modos de diminuir a volatilidade do valor de suas moedas. Esses mecanismos evoluíram, desde o pacto informal da “serpente no túnel”, passando pelo Sistema Monetário Europeu, Mecanismo da Taxa de Câmbio, Mercado Comum, Unidade Monetária Europeia, até finalmente resultar na união monetária¹¹.

O euro passou a substituir as moedas nacionais de alguns países e ser emitido em seu lugar em 1999. Posteriormente, a união foi sendo alargada, e o euro ganhando destaque no cenário monetário internacional¹². O PIB dos Estados que compõem a zona do euro, se tomado em conjunto, é o segundo maior do mundo, logo atrás dos EUA. A integração da área monetária com a economia global é extensa, comparável à economia líder. O mercado financeiro é vasto, com uma variedade de instrumentos e títulos disponíveis. A autoridade monetária responsável pelo euro, o BCE, tem reputação de austeridade e credibilidade na persecução da estabilidade macroeconômica da região (CARNEIRO, 2010; EICHENGREEN, 2011). A Europa ainda abriga algumas das potências geopolíticas do SI. Enfim, o euro tem boas credenciais para consolidar-se como um rival ao dólar.

Além dos Estados onde circula, a nova moeda europeia passou a gradativamente ser utilizada para as compensações internacionais também em outros Estados. Mais acentuadamente, tem desempenhado um papel internacional na periferia da zona do euro: nos países europeus que não participam da união monetária, nos Estados do norte da África, e nas ex-colônias que ainda mantêm relações próximas com as antigas metrópoles – especialmente na África subsaariana (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2009; EICHENGREEN, 2011). Com um valor estável e boa liquidez, também tem ganhado espaço como reserva de valor privada ao redor do mundo (CARNEIRO, 2010; CONTRI; PRATES; PLIHON, 2013). Alguns

¹¹ A análise da evolução da integração europeia e de sua convergência monetária foge ao escopo desse trabalho. O status especial do euro foi já abordado na nota nº 2, página 19, deste trabalho. Para um tratamento mais específico dos mecanismos de integração política e econômica na Europa, conferir o capítulo 4 de Eichengreen (2011) e o capítulo 20 de Krugman, Obstfeld (2005)

¹² Inicialmente, o euro foi introduzido como unidade monetária em onze Estados - Áustria, Alemanha, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal. Atualmente, a zona monetária do euro conta com 19 países (todos membros da União Europeia), além de circular e ter acordos de fixação de câmbio em alguns outros Estados.

autores colocam o euro como provável candidato à uma posição de destaque em algum ponto futuro, dividindo a função de âncora do sistema com outras moedas (CONTRI; PRATES; PLIHON, 2013; EICHENGREEN, 2011).

A grande reticência quanto à internacionalização do euro é que ele é uma moeda sem Estado. O BCE, apesar de cumprir suas funções na área monetária, não é exatamente um banco central, na medida em que lhe faltam algumas prerrogativas. Apenas nessa área há uma autoridade supranacional. Em outros setores econômicos, as decisões são de caráter multilateral. Qualquer eventualidade, que não seja de caráter estritamente monetário (na prática, não existe essa possibilidade), exige a cooperação dos diferentes Estados para sua solução – o que não é de nenhum modo dado (COHEN, 2009; EICHENGREEN, 2011). Desse modo, os títulos emitidos nos diferentes Estados, apesar de denominados na mesma unidade, não são homogêneos nem intercambiáveis (CARNEIRO, 2010).

Além disso, a zona do euro enfrenta problemas de instabilidade interna, devido à disparidade das condições macroeconômicas dos participantes. Um conjunto de países tem enfrentado dificuldades de ajustamento e problemas de consolidação fiscal, decorrentes da adequação às normas de ingresso na união monetária. Esses foram agravados pela crise financeira de 2008, que ampliou o panorama dos déficits e dívidas, principalmente nos países do sul da Europa (CARNEIRO, 2010; EICHENGREEN, 2011). Em geral, o continente inteiro já apresenta poucas perspectivas de crescimento, e passa por uma implosão demográfica com o envelhecimento da população (COHEN, 2009; EICHENGREEN, 2011). As próprias provisões dos acordos da união monetária do euro indicam um viés anti-crescimento para as políticas monetária e fiscal praticadas pelos Estados membros, a fim de manter a estabilidade de uma área tão heterogênea (COHEN, 2009). Essas questões afetam negativamente a utilização mais ampla do euro, apesar de não serem impeditivas.

Por fim, o último desafiante a ter surgido no cenário internacional foi a moeda chinesa, o RMB, a partir dos anos 2000. A China ascendeu como potência geopolítica e econômica no SI nos anos 70. Como peça fundamental para a derrota da URSS na Guerra Fria, a contrapartida norte-americana foi a abertura de seu mercado e o direcionamento de capitais para a economia chinesa. Assim, o país tem apresentado um sólido desempenho macroeconômico, com crescimento acelerado há mais de duas décadas, e uma integração crescente à economia mundial (CUNHA; BIANCARELI; PRATES, 2007; NONNENBERG, 2010). Passou a ser a segunda maior economia estatal do mundo em termos de PIB, superando o Japão. Ainda, a China tem ganhado proeminência na política mundial, especialmente na região do Leste e Sudeste Asiático.

Com a expansão dos fluxos financeiros do padrão dólar flexível, a China passou a empreender uma estratégia de crescimento econômico com direcionamento do Estado (CINTRA; MARTINS, 2013; CUNHA; BIANCARELI; PRATES, 2007; MEDEIROS, 2008). O processo de abertura externa e reformas internas deu início a um período de aceleração econômica vertiginosa. Baseando sua estratégia na atração de investimento externo, mão de obra barata e exportação de manufaturas, o país foi capaz de alavancar o crescimento econômico e firmar-se novamente como potência. O desempenho econômico dá sustentação à projeção geopolítica da China, que passa a imiscuir-se nas questões da ordem política internacional (KISSINGER, 2011).

A partir da virada do século XXI, seguindo a esteira da expansão financeira chinesa e marcado pela experiência da crise asiática em 1997, o governo passou a empreender uma estratégia explícita para internacionalizar sua moeda. As autoridades do país entendem que poderiam obter proveitos de uma situação em que sua moeda fosse utilizada internacionalmente (CINTRA; MARTINS, 2013). Ao fim, há indicações de que o desejo seria realmente uma mudança no sistema que confere um “privilégio exorbitante” ao emissor de uma única moeda central – como sugere o relatório apresentado em 2009 pelo diretor do banco central da China (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHIN; YONG, 2010; EICHENGREEN, 2011).

A internacionalização do RMB, entretanto, também apresenta problemas de monta, assim como os outros pretensos candidatos. Seguindo o quadro de determinantes apresentado no primeiro capítulo, vê-se que a China carece de mercados financeiros desenvolvidos, ou plenamente acessíveis a estrangeiros (ANDRADE; CUNHA, 2011; CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012). Correlacionando-se a isso, o RMB apresenta baixa liquidez internacional, comparado à outras moedas. A provisão de liquidez é um ponto sensível, já que demanda alguma mudança na atual situação de controles na conta capital e inconvertibilidade da moeda. Esses, porém, são pressupostos que o governo chinês entende como centrais no modelo de crescimento até então vigente, e que não são facilmente descartáveis (COHEN, 2012; CUNHA; BIANCARELI; PRATES, 2007). Ainda assim, existe a expectativa de que o RMB desempenhe um papel maior nas transações internacionais dentro de certo prazo de tempo (COHEN, 2009; EICHENGREEN, 2011).

A internacionalização da moeda chinesa é o foco principal do presente trabalho. O processo em si, assim como as questões acima apontadas, é tratado detalhadamente no próximo capítulo. A hipótese central é que tal processo poderá causar uma mudança significativa no funcionamento do SMI. Assim, a internacionalização do RMB tem o potencial de transformar

o padrão monetário atual, ao deslocar o dólar da posição de única moeda central ao sistema. Para isso, o RMB teria que ter participação significativa nos mercados, de modo a rivalizar com a moeda incumbente. Entretanto, existe a possibilidade de que no futuro previsível o RMB não alcance um papel global, mas estabeleça-se como principal moeda regional. Tais questões são também discutidas no terceiro capítulo da monografia.

Desse modo, fecha-se o quadro geral sobre o funcionamento do padrão atual do SMI. Como mostrado, esse apresenta um caráter hierarquizado, com o dólar colocado ao centro do sistema. Essa posição confere privilégios ao emissor da única moeda-chave, os EUA. Em um segundo nível, temos algumas moedas centrais – com destaque especial para o euro – que são também utilizadas em algumas funções internacionais, mas de maneira secundária ou localizada regionalmente. E em terceiro lugar, temos as moedas periféricas, que exercem papel internacional apenas de maneira marginal ou excepcional (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Mesmo com a emergência desses competidores, a prevalência do dólar mantém-se até o presente momento. Assim, a estrutura do padrão dólar flexível não foi alterada, embora as assimetrias apontadas possam ter sido amenizadas com a possibilidade de outras moedas nacionais prestarem-se também para exercer funções internacionais. Como já indicado, o objetivo desta monografia é justamente discutir se essa configuração pode mudar, e em que medida isso ocorreria, com a internacionalização do RMB.

Assim, conclui-se a releitura histórica do SMI. Como apontado no início, a configuração empírica deste variou conforme a conjunção das variáveis que o definem. Cada um dos padrões que existiram teve características marcadamente diferentes, que ocasionaram consequências diversas para o sistema. O conhecimento acerca das formas pretéritas que o sistema apresentou é importante para perceber que não existe uma determinação sobre a configuração atual do sistema, nem ela é natural ou automática. Pelo contrário, foi gestada dentro de uma correlação de forças e condicionada pela trajetória percorrida. Também importa para se avaliar as possibilidades de evolução futura, dadas as formações que já existiram.

Partindo da formação primitiva de um SMI, passou-se pelo padrão ouro clássico, pelas tentativas de reestruturação do entre guerras, e pelo regime de Bretton Woods. Após a desestruturação desse e um período conturbado, um novo padrão emerge. Por fim, realizou-se uma descrição do sistema atual, com a centralidade do dólar e as possíveis mudanças acarretadas pelas tentativas de internacionalização de outras moedas. É discutida a seguir a questão da moeda chinesa, no próximo capítulo. Com a conceituação teórica e o enquadramento histórico, é possível analisar tal processo e seus desdobramentos para o sistema.

4 O PROCESSO DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO *RENMINBI*

O objetivo específico deste capítulo é discutir a internacionalização do RMB, tema central da monografia. Os capítulos precedentes ofereceram um aporte teórico e histórico para tratar a questão. Assim, são utilizados os conceitos e o desenvolvimento histórico expostos para enquadrar e analisar o processo de internacionalização da moeda chinesa: suas motivações, estratégia, ferramentas e consequências. A questão a ser respondida é como tal processo pode afetar a configuração atual do SMI. A hipótese do trabalho é que o RMB tem a possibilidade de deslocar a posição única do dólar, e assim provocar uma mudança estrutural no sistema. Para testar tal hipótese, busca-se entender como o padrão pode alterar-se, caso se efetive a internacionalização da moeda chinesa.

Segundo a descrição que se fez do regime atual de funcionamento do SMI, o padrão dólar flexível é marcado por uma assimetria pronunciada. Os EUA têm a premissa de incorrer em déficits persistentes e financiá-los com a emissão de sua própria moeda, entre outras vantagens. Os outros agentes financiam esses déficits ao adquirirem ativos denominados em dólares, posto que esses são os que desfrutam de maior segurança e liquidez. Enquanto tal moeda continuar sendo o centro único do sistema, essa situação persistirá. Entretanto, isso pode gerar graves desarranjos e desequilíbrios, e eventualmente crises – a crise financeira de 2008, com origem nos empréstimos *subprime* do mercado imobiliário americano, teria se alastrado para outras economias devido ao status privilegiado do dólar (CHIN; YONG, 2010; EICHENGREEN, 2011). Outros Estados, portanto, estariam desejosos de internacionalizar suas próprias moedas, a fim de alterar a conjuntura vigente.

A China seria um desses Estados, ao postular a internacionalização do RMB como um desafio à hegemonia absoluta do dólar. Faz-se mister revisar os determinantes do uso internacional de uma moeda e enquadrar o país neles, para se ter uma ideia dessa possibilidade. Claramente, o país possui uma economia gigante, bem integrada aos fluxos internacionais (ANDRADE; CUNHA, 2011; MAZIAD et al., 2011). Nesse ponto, é importante destacar que o papel regional da China é ainda maior, sendo a maior economia e organizando boa parte dos fluxos financeiros e comerciais do Leste Asiático. A estabilidade e o desempenho macroeconômico têm obtido resultados excepcionais, com crescimento do PIB acima da média mundial e baixa inflação, o que garante o valor futuro de sua moeda – apesar da desaceleração recente (MAZIAD et al., 2011). O poder geopolítico acumulado pelo país é considerável, e vem se alargando – novamente, com destaque para seu entorno estratégico (KISSINGER, 2011). E como já apresentado superficialmente (este ponto é melhor trabalhado no decorrer deste

capítulo), as autoridades chinesas parecem estar dispostas a promover ativamente o uso internacional do RMB (AUBOIN, 2012; CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; EICHENGREEN, 2011; FAN, 2012).

A estabilidade política da China é algo um tanto controverso. Desde o incidente da Praça da Paz Celestial¹³, em 1989, o país não enfrentou problemas graves de legitimidade do governo ou continuidade política. Ainda assim, alguns agentes, especialmente ocidentais, nutrem desconfianças quanto à estabilidade e transparência do modelo político chinês (COHEN, 2012; EICHENGREEN, 2011). Contudo, este não parece ser um entrave mais sério ao uso do RMB como moeda internacional. Os principais desafios à maior internacionalização da moeda chinesa são o baixo desenvolvimento de seu mercado financeiro e os controles de capitais operados pelo governo chinês, que limitam a provisão de liquidez a não-residentes (ANDRADE; CUNHA, 2011; MAZIAD et al., 2011).

O restante do capítulo trata dessas questões mais a fundo. Pretende-se responder qual é o objetivo do governo chinês quanto à internacionalização, e qual sua estratégia para tanto. Também se apresentam as ações concretas para a promover a internacionalização do RMB. Assim, podemos avaliar qual o impacto, até aqui, dessas iniciativas, e discutir as possibilidades e caminhos da continuidade do processo. Por fim, o trabalho tenta identificar quais as consequências sistêmicas que dito desenvolvimento tem para o SMI como um todo.

4.1 Objetivos da internacionalização do RMB

Apontou-se provisoriamente que as autoridades chinesas querem que o RMB seja utilizado internacionalmente. Porém, para entender as nuances, objetivos e direção do processo, é necessário refinar essa afirmação. Como explicitado no capítulo um, uma moeda internacional pode desempenhar várias funções, e não necessariamente precisa desempenhar todas ao mesmo tempo. Também, existe a dimensão geográfica da utilização, podendo desempenhar aqueles papéis em uma região delimitada. Por último, é preciso ter em mente os diferentes benefícios e custos que ter uma moeda internacional implica ao Estado emissor, e como esses se relacionam com as funções expostas.

O governo chinês entende o atual sistema, baseado no padrão dólar flexível, como

¹³ Em 1989, um grupo de estudantes ocupou a Praça da Paz Celestial (Tiananmen, em mandarim) localizada no centro da capital Pequim, em protesto contra a corrupção dentro do governo. Foram apoiados por comerciantes, empresários, intelectuais, e vários setores da sociedade civil. O governo aceitou uma negociação, infrutífera. A situação fugiu do controle, e o Exército chinês foi acionado, ocasionando várias mortes entre os protestantes. O incidente teve repercussão negativa no cenário internacional, principalmente no Ocidente. Para um relato mais completo, conferir o documentário da BBC, “China’s Capitalist Revolution”, e o trabalho de Spence (1996).

assimétrico e, desse modo, injusto. Tal arranjo cederia muitas prerrogativas aos EUA, emissor da moeda-chave, e isso criaria uma instabilidade permanente, visto que o sistema está sujeitado em grande parte à política econômica norte-americana. Criam-se externalidades associadas à política monetária do centro, que afetam todo o sistema, enquanto os objetivos dessa podem ser estritamente domésticos. Aquele país pode obter déficits crônicos, sem precisar ajustar seu BP, enquanto seu endividamento externo cada vez maior gera pressões sistêmicas para um realinhamento cambial e macroeconômico nos outros países (CHIN; YONG, 2010).

Outro problema é que o atual sistema estaria defasado, em relação às características do SI contemporâneo. O padrão dólar flexível foi gestado, e logo após consolidado, num período em que a distribuição de capacidades era muito diferente da atualidade. Ele reflete o poder político e econômico dos EUA quando esse foi capaz de superar a URSS, vencer a Guerra Fria e afirmar-se como única potência do sistema. Em contraste, o panorama econômico e político do SI hoje é mais multipolar, ou apresenta uma tendência a isso. Uma economia mundial menos concentrada deveria implicar um sistema monetário também multipolar, segundo o entendimento do corpo político chinês (CHIN; YONG, 2010; CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2011).

Há uma questão de fundo, porém, a ser pesada contra essa motivação. Apesar de entender como injusto e instável o padrão monetário em vigor, a China foi um dos maiores beneficiários dele. Como apontado, a partir da abertura e de uma série de reformas na década de 70, e com o apoio geopolítico dos EUA, o país passou a crescer e integrar-se à economia mundial. O afluxo de capitais externos e os déficits norte-americanos supridos por exportações chinesas mantiveram um modelo de crescimento que propiciou décadas de desenvolvimento econômico (CHIN; YONG, 2010).

Além dessa consideração histórica, o desenvolvimento chinês dentro do padrão dólar flexível tem consequências atuais. Uma das consequências dos déficits americanos é a acumulação persistente de superávits externos pela China. A relação econômica não é tão simples para ser reduzida a um déficit contraposto a um superávit; entretanto, as questões mais amplas do modelo de desenvolvimento da China e dos EUA não estão no escopo deste trabalho. O que importa salientar desse aspecto é que, dentro do arranjo presente do SMI, os passivos em dólar que refletem os déficits americanos são em grande parte absorvidos pela China. O país é hoje o maior detentor de reservas internacionais, com o equivalente a cerca de US\$ 3,9 trilhões acumulados em divisas (WORLD BANK, 2015). A maioria dessas reservas está denominada em dólar, com grande participação de títulos do Tesouro norte-americano – o governo da China

é hoje o principal detentor individual desses ativos (EICHENGREEN, 2011). Existe inclusive uma interpretação – a hipótese Bretton Woods II, muito contestada – de que o atual sistema teria evoluído para um esquema estável: os déficits dos EUA serviriam de motor para o crescimento do Leste Asiático, principalmente da China, e a acumulação de reservas em dólar por esses países proveria liquidez para o sistema financeiro norte-americano. Existira um alto grau de sinergia, sendo vantajoso tanto para os países superavitários quanto para o principal devedor¹⁴ (CUNHA; BIANCARELI; PRATES, 2007; DOOLEY; FOLKERTS-LANDAU; GARBER, 2003; SERRANO, 2008).

Como a maior parte desse estoque de reservas é composto por ativos em dólar, uma depreciação ou fim súbito do atual padrão também é nocivo aos interesses chineses. Caso o dólar deixasse de ser aceito globalmente, em uma ou mais de suas funções de moeda internacional, isso representaria uma desvantagem para a China. Do mesmo modo, uma desvalorização súbita da moeda-chave faria com que o valor das reservas chinesas diminuísse quase na mesma proporção (é importante lembrar aqui que o dólar serve tanto como reserva oficial quanto como unidade de mensuração oficial do valor dessas reservas, até para ativos que não são denominados diretamente em dólar). Mesmo que a China queira mudar a composição de suas reservas, se isso fosse feito de uma única vez ou muito rapidamente, o valor do dólar certamente despencaria com a quantidade de moeda injetada no sistema, provocando a instabilidade que se deseja evitar (CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2011).

Aventa-se que existem então dois horizontes de análise. No presente, assim como no médio prazo, a internacionalização do RMB teria um caráter defensivo. Ou seja, a China estaria buscando diminuir sua dependência do dólar e insular-se das crises e instabilidades, ao mesmo tempo que continua usufruindo dos benefícios que pode auferir do atual sistema (CINTRA; MARTINS, 2013). No longo prazo, propõe uma reforma maior do SMI, que retire o “privilégio exorbitante” conferido ao centro de reservas, e que possibilite um ajustamento mais equilibrado do sistema – ou que, pelo menos, retire as pressões atuais sobre o país para a reavaliação de sua moeda (CHIN; YONG, 2010).

Assim, no curto prazo, indica-se que o objetivo do governo chinês pode ser promover o uso de sua própria moeda para além de sua fronteira. Com isso, pretende aumentar o status internacional e a competitividade da economia chinesa, e assim, extrair também os ganhos

¹⁴ Afora os próprios proponentes da hipótese, poucos autores parecem concordar com a descrição feita. O presente trabalho também discorda da formulação completa dessa hipótese. Entretanto, concorda com a ideia básica que o regime monetário foi, em algum grau, positivo para um grupo de países, pelo menos em determinado período. Para uma descrição dos autores originais da hipótese, conferir Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003). Para as críticas à essa hipótese, conferir Bibow (2010); Carneiro (2010); Cunha, Biancareli, Prates (2007); Serrano (2008).

advindos de uma moeda internacional (AUBOIN, 2012; CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012). Desse modo, se o RMB

fosse usado de maneira mais ampla nas transações internacionais, a China não precisaria manter reservas em moeda estrangeira para ajustar seu balanço de pagamentos ou para ajudar empresas nacionais a liquidar suas transações internacionais. Bastaria aumentar ou diminuir as emissões da própria moeda nacional (EICHENGREEN, 2011, p. 141)

Mas mesmo esse objetivo entra em conflito com os mecanismos econômicos que possibilitaram o paradigma de desenvolvimento do país ser efetivo. O modelo de desenvolvimento atual, com autonomia da política monetária, creditícia e cambial, requer a manutenção de sua moeda majoritariamente em âmbito doméstico, sem transbordamento de capital (ANDRADE; CUNHA, 2011; CINTRA; MARTINS, 2013; MCCAULEY, 2011). Vale dizer, os riscos econômicos associados a uma moeda internacionalizada - aumento da volatilidade na demanda por moeda, restrição externa à algumas políticas e apreciação cambial – são exatamente o que a China tem buscado evitar dentro de seu projeto de desenvolvimento. Este foi operado com controles na conta capital, restrições à conversibilidade internacional da moeda, direcionamento estatal do crédito, manutenção de uma taxa de câmbio quase fixa, gerenciamento dos agregados monetários; enfim, com uma supervisão e comando direto do Estado chinês sobre sua economia (CINTRA; MARTINS, 2013; CUNHA; BIANCARELI; PRATES, 2007; MEDEIROS, 2008). Tais pressupostos entram em choque com o uso internacional de uma moeda.

Desse modo, há certa contradição entre o desejo de internacionalizar o RMB, e a manutenção do crescimento e estabilidade econômica interna. O que se entende então é que a China não pretende uma internacionalização total do RMB. Tal processo seria uma evolução gradual, controlada e com possibilidade de retrocessos, para compatibilizar os dois conjuntos de políticas. A ideia é alcançar uma internacionalização da sua moeda nacional tendo uma “conversibilidade controlada” – sendo conversível até o ponto que sirva para o propósito do uso internacional que o governo deseje (AUBOIN, 2012; CHIN; YONG, 2010; CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; EICHENGREEN, 2011; FAN, 2012).

Portanto, a orientação da política econômica externa deve alcançar um equilíbrio entre algum grau de internacionalização do RMB e a manutenção do controle do sistema financeiro doméstico. Para se obter esse balanço, as autoridades responsáveis não pretendem que o RMB desempenhe globalmente todas as funções de uma moeda internacional (FAN, 2012). A China

deseja apenas que sua moeda cumpra aquelas que permita obter a combinação de benefícios que o governo almeja. Estas seriam: diminuir os custos internacionais de transação, adquirir ganhos de senhoriagem, e aumentar a autonomia e influência geopolítica do país. Para isso, aponta-se que o RMB deve galgar posições de destaque no mercado financeiro privado, no comércio internacional e no papel de reserva oficial de valor (COHEN, 2012).

Entende-se então que a orientação do processo de internacionalização da moeda chinesa é de uma expansão gradual, de modo a não romper com bem-sucedidas as políticas econômicas internas. Portanto, essa internacionalização tende a ser muito controlada pelo Estado. Aponta-se ademais que não há planos para uma abertura total da conta capital nem do mercado financeiro doméstico, num primeiro momento. Isso enfraqueceria sobremaneira o modelo de crescimento presente (FAN, 2012). Entretanto, como já apontado, é um dos principais entraves a uma utilização internacional maior do RMB. Esse processo, então, deve ser compatível com tais condicionantes, e buscar êxito sem uma abertura nem conversibilidade completa.

4.2 Estratégia de internacionalização do RMB

Definimos já o que percebemos como o objetivo das autoridades chinesas quanto ao processo de internacionalização de sua moeda. Agora, é analisada a estratégia da condução de tal processo. Abordaremos o que foi desenhado inicialmente e o que foi efetivamente sendo implementado no transcorrer dos anos. Denota-se mais uma vez o caráter gradual da estratégia utilizada, que efetivamente dirigiu e continua dirigindo a política de internacionalização do RMB. Também se ressalta o fato de que, pelos próprios controles e restrições que a moeda chinesa encontra atualmente, sua maior utilização em âmbito internacional, ao menos nesse estágio inicial do processo, é efetivamente uma ação deliberada realizada pelo Estado, e não guiada pelo mercado ou pelos agentes privados. A internacionalização do RMB parece se dar mais por critérios de oferta do que de demanda.

Assim, a estratégia consiste, de modo geral, em alterar as preferências da demanda internacional através de medidas de oferta, apoiadas nos determinantes que a China já possui. Principalmente, pretende amparar-se no peso econômico e na rede de transações internacionais conformada ao longo do período de crescimento. Isso poderia ser suficiente para superar os empecilhos existentes, na forma dos controles sobre a conta de capitais e do reduzido desenvolvimento financeiro (COHEN, 2012; FAN, 2012).

A ideia é internacionalizar a moeda sem perder os controles sobre a economia nacional. Para que o RMB de fato venha a apresentar-se como uma moeda internacional, seria necessário

um grau maior de liberalização e conversibilidade do que o atualmente apresentado. Particularmente, o governo pretende desenvolver mais seus mercados financeiros, como etapa do crescimento econômico do país. Entretanto, a estratégia visa equilibrar o desenvolvimento financeiro e a liberalização com políticas de manutenção do emprego e de proteção contra instabilidades financeiras, advindas de um maior peso da esfera financeira (ANDRADE; CUNHA, 2011; MCCAULEY, 2011).

Explicitados os ganhos que o governo pretende obter, e esclarecidas quais funções deveria então buscar para sua moeda, aponta-se que a estratégia chinesa para a internacionalização consiste de dois caminhos: comercial e financeiro (COHEN, 2012). Esses dois caminhos se desdobram em três movimentos, que guiarão o estágio inicial da internacionalização até 2020: aumentar o uso do RMB na denominação e liquidação do comércio internacional, criar um mercado *offshore* para o RMB, e transformar a cidade de Xangai num centro financeiro internacional (CINTRA; MARTINS, 2013). É importante notar que tanto os dois caminhos quanto os movimentos subsequentes não são independentes, assim como as funções da moeda internacional são inter-relacionadas. As políticas para a realização de um afetam os avanços em outro campo. Desse modo, a internacionalização do RMB não é unidirecional, mas pautada por ações e mudanças que afetam, em geral, todo o sistema econômico da China.

Quanto aos dois caminhos, a via comercial se distingue nos dois níveis antes enunciados para as funções de uma moeda internacional. No nível privado, o projeto seria diminuir gradativamente as restrições existentes para permitir transações em RMB entre agentes privados residentes na China e não residentes. No nível oficial, a estratégia abarcaria acordos de *swaps* com bancos centrais, a fim de fornecer recursos para que as instituições possam apoiar o uso do RMB nas transações privadas, aumentando também sua participação como reserva internacional (COHEN, 2012). O canal financeiro passaria por desenvolver mercados para depósitos e títulos em RMB. Em especial, fora do território chinês, já que isso permitiria aumentar a liquidez internacional da moeda, sem provocar efeitos indesejáveis no mercado financeiro interno (AUBOIN, 2012; COHEN, 2012; MCCAULEY, 2011).

Em relação aos três movimentos subsequentes, estes seriam desdobramentos da estratégia maior. Devem ser executados até 2020, segundo o planejamento inicial. Além de fomentar a utilização do RMB para transações comerciais internacionais, pretende-se desenvolver um mercado *offshore* para a moeda. A principal praça financeira alvo desta estratégia é Hong Kong. A cidade tem um status administrativo especial dentro do ordenamento

político chinês, tendo autonomia em vários aspectos – inclusive sua própria moeda. Assim, em aspectos monetários, é relativamente separada da economia chinesa. Entretanto, o governo de Pequim pode implantar medidas políticas na região, o que torna Hong Kong o laboratório ideal para a experimentação do processo (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; FAN, 2012; MCCAULEY, 2011; SWIFT, 2011). Um terceiro movimento seria transformar a bolsa de valores de Xangai em uma praça financeira internacional, dentro do espectro de reformas financeiras visando a provisão de liquidez em RMB. Isso fortaleceria o mercado financeiro interno, além de ampliar as conexões com o setor financeiro internacional. Portanto, ajudaria a preencher os dois determinantes que a China carece para uma maior internacionalização de sua moeda (CINTRA; MARTINS, 2013).

Estes três movimentos são os que têm conduzido o processo até agora, e devem continuar dirigindo-o no curto prazo. As ações concretas para a internacionalização, dentro da estratégia exposta, são trabalhadas mais extensivamente na próxima sessão. Aqui, apenas é mapeado brevemente como essas se enquadram dentro do plano concebido. A tabela a seguir apresenta sucintamente as ações a serem empreendidas dentro de cada movimento:

Quadro 4 – Três movimentos para a internacionalização do RMB até 2020

1. Aumentar a utilização do RMB no comércio internacional	2. Desenvolver um mercado <i>offshore</i> de RMB em Hong Kong	3. Criar em Xangai um centro financeiro internacional
Apoiar continuamente os esquemas de liquidação do comércio transfronteira em RMB.	Fomentar o uso do RMB no financiamento do comércio exterior, de projetos de investimento estruturados (<i>project finance</i>), do investimento direto.	Fortalecer o setor financeiro doméstico.
Utilizar o RMB como moeda de denominação em acordos de livre comércio assinados pela China.	Expandir os mercados de bônus e de derivativos em RMB.	Abrir os canais de fluxos de crédito de entrada e de saída da China.
Promover acordos de trocas (<i>swaps</i>) de moedas (bilaterais e multilaterais), utilizando o RMB como moeda de pagamento.	Apoiar a listagem de empresas da China na Bolsa de Hong Kong.	Abrir os mercados de imóveis, ações e bônus.
Ampliar o uso do RMB em acordos de monitoramento do sistema monetário regional.	Estimular a cooperação entre mercados de valores mobiliários (<i>securities</i>) de Hong Kong e de Xangai.	Mover-se para um arranjo de gestão monetária baseado em preço.

Fonte: CINTRA; MARTINS, 2013, p. 267

Por fim, resta avaliar a estratégia anunciada, com vista aos objetivos percebidos e aos instrumentos a serem utilizados. Como a China parece querer que sua moeda seja mais utilizada no mercado financeiro privado, no comércio internacional e no papel de reserva oficial de valor, entende-se o caminho para o processo de internacionalização como bem construído. O tamanho e a rede de transações da economia chinesa dão suporte a seu uso no comércio internacional (COHEN, 2012). O pouco desenvolvimento e a baixa acessibilidade dos mercados financeiros dificultam o caminho financeiro da internacionalização do RMB, como já citado. Entretanto, os dois movimentos apontados parecem endereçar essas questões de modo satisfatório. O desenvolvimento de mercados *offshore* permite que se promova uma expansão da liquidez externa, sem que se exponha o mercado interno, através de exceções e permissões cuidadosamente monitoradas no regime de controles de capital (COHEN, 2012; MCCAULEY, 2011). Do mesmo modo, a eleição de um centro para concentrar as reformas financeiras internas permite restringir seus impactos e impedir que se perca o comando sobre a economia. Portanto, a estratégia parece bem concebida, e estar em um rumo positivo na direção da internacionalização gradual e seletiva do RMB.

4.3 Ações de internacionalização do RMB

Expostos os objetivos e a estratégia desenvolvida para atingi-los, passa-se a considerar as ferramentas efetivas para a internacionalização do RMB. São examinadas as principais ações já tomadas com vistas a promover o uso internacional da moeda chinesa, e fazer uma avaliação dessas. Buscar-se-á enquadrar cada medida dentro dos objetivos desejados, dos dois caminhos para a internacionalização apresentados, e dos movimentos que têm guiado o processo até agora. Também se comenta a contribuição geral do conjunto de medidas para a internacionalização, assim como a compatibilidade delas com a manutenção do regime de crescimento atual.

Uma questão importante é definir quando o processo começou. Como citado, a China entende o atual regime monetário como assimétrico e eminentemente injusto. O padrão dólar flexível está estabelecido desde a década de 80, pelo menos. Entretanto, entende-se que o governo chinês determinou uma estratégia e passou a empreender ações para internacionalizar sua moeda e insular-se dos desequilíbrios do sistema apenas mais recentemente. Com a expansão financeira e aceleração econômica a partir dos anos 90, vislumbrou-se uma janela de oportunidade para tanto (CINTRA; MARTINS, 2013; CUNHA; BIANCARELI; PRATES, 2007). A crise asiática, em 1997, e a crise financeira de 2008, também reforçaram a percepção da necessidade de diminuir sua dependência frente ao dólar (CINTRA; MARTINS, 2013;

CUNHA; BIANCARELI; PRATES, 2007).

No entanto, não há um consenso quanto a uma data precisa para o início da internacionalização do RMB. A literatura aponta geralmente que a intenção precederia a crise de 2008, apesar de ter sido magnificada por ela (CHIN; YONG, 2010). As medidas políticas teriam então começado a serem tomadas no início dos anos 2000. Alguns autores chegam a apontar a década anterior, pois em 1993 o BPC assinou um acordo para o faturamento do comércio em moedas locais com alguns vizinhos – Rússia, Vietnã e Mongólia (SWIFT, 2011). Contudo, essa medida inicial teve pouco efeito prático. Nem o tamanho da economia chinesa era tão grande quanto agora, nem os fluxos de comércio incluídos eram tão expressivos.

As primeiras ações que realmente tiveram impacto para a internacionalização do RMB começaram, portanto, com a virada do século, e deram-se no campo financeiro. As medidas iniciais apresentadas teriam se dado entre 2002 e 2003, quando se enunciou a abertura controlada do setor financeiro interno, com um programa que permitia a investidores estrangeiros (*Qualified Foreign Institutional Investor* – QFII, a ser discutido posteriormente), que satisfizessem certas condições, investirem no mercado de títulos domésticos (ANDRADE; CUNHA, 2011; CINTRA; MARTINS, 2013; SWIFT, 2011). Ainda em 2003, principiou-se o movimento para a criação de mercados *offshore*, com a permissão a residentes de Hong Kong de comprar – até um limite diário - e manter uma quantidade de RMB (MCCAULEY, 2011).

Outros marcos para a alavancagem da internacionalização foram documentos oficiais do governo. Em 2006, um grupo de estudos organizado pelo BPC publicou uma pesquisa sobre a internacionalização do RMB. Nele, apontava-se que tal política teria consequências positivas para o país. Os resultados desse relatório foram rapidamente endossados e adotados pelo BPC e pelo governo central como política oficial (COHEN, 2012). Já em 2009, após a eclosão da crise financeira mundial, o diretor do BPC proferiu um discurso em que clamava por uma reorganização do SMI. Tal pronunciamento despertou um debate interno na China, e foi seguido por uma nova onda de medidas visando à internacionalização do RMB (ANDRADE; CUNHA, 2010; CHIN; YONG, 2010; CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2011).

A seguir, são elencadas e analisadas as medidas tomadas. Estas são divididas nos dois caminhos propostos para a internacionalização: comercial e financeiro. A via comercial compreende o primeiro movimento de internacionalização. A segunda via compreende os dois outros - a transformação de Hong Kong em um centro *offshore* para o RMB e de Xangai em uma praça financeira internacional de vulto. Começa-se a exposição pelas ações de cunho comercial.

4.3.1 Ações na esfera comercial

A primeira medida no campo comercial foi o acordo de 2004 para a realização simultânea de *swaps* cambiais entre moedas nacionais e o início da liquidação do comércio também nas moedas nacionais. Esse acordo foi realizado entre o BPC, de um lado, e a Autoridade Monetária de Hong Kong e bancos centrais de países da Associação de Nações do Sudeste Asiático (doravante, ASEAN, do inglês *Association of Southeast Asian Nations*) do outro. As duas partes do acordo se complementavam, na medida em que o fornecimento de reservas nas moedas nacionais permitia que os Estados tivessem recursos para liquidar o comércio nelas, ao mesmo tempo em que esse fluxo comercial demandava mais reservas pelos países deficitários e permitia a acumulação delas nos países superavitários (SWIFT, 2011).

As políticas nesse sentido tiveram pouco progresso até a crise de 2008, apesar da evolução da porcentagem do comércio realmente liquidado nas moedas nacionais dos participantes do acordo. Entretanto, com a erupção da crise, o BPC viu-se impelido a realizar ações para conter os efeitos da recessão e evitar uma desaceleração maior das exportações chinesas. Em fins de 2008, a China realizou uma série de novos acordos de *swaps* cambiais com parceiros comerciais. O objetivo declarado era propiciar fundos em RMB para que esses países continuassem a realizar suas importações (CARNEIRO, 2010; CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; FAN, 2012). Além desse, a provisão de reservas serviu como um estímulo velado à maior utilização do RMB nas transações desses países (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012). Inicialmente, durante o auge da crise financeira, o acordo foi firmado com oito países, sendo expandido para quinze até 2012 e chegando a dezessete em 2013¹⁵ (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; FAN, 2012). A evolução do próprio acordo denota a aproximação gradual e cautelosa com que a internacionalização vem sendo conduzida.

Na esteira da crise e dos acordos de liquidação comercial, a China lançou um programa de vulto em 2009. O programa-piloto para liquidação do comércio (oficialmente, *Cross-Border Trade Settlement Pilot Scheme*) permitia que empresas de cinco regiões dentro do país denominassem e efetuassem em RMB o pagamento de suas importações e exportações com Hong Kong, Macau (outra região administrativa especial) e países da ASEAN. O programa foi expandido em 2010 e 2011, abarcando, respectivamente, o comércio de vinte províncias nacionais e, por fim, de todo o país, com o restante do mundo. Assim, a partir de 2011, todo o

¹⁵ Os primeiros Estados a assinarem esse tipo de acordo com a China foram Argentina, Bielorrússia, Hong Kong, Islândia, Indonésia, Malásia, Cingapura e Coréia do Sul. Até 2013, haviam aderido Nova Zelândia, Uzbequistão, Mongólia, Cazaquistão, Tailândia, Paquistão, Emirados Árabes Unidos, Turquia, Austrália e Brasil (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012).

comércio externo chinês pode ser denominado e pago em moeda nacional, se desejado pelos agentes (AUBOIN, 2012; CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; FAN, 2012; MCCAULEY, 2011; SWIFT, 2011). Essa medida tem impactos potenciais profundos. Como apontado, a China é a segunda maior economia do mundo, e possui o maior fluxo comercial. O país vem evidenciando o desejo de utilizar sua moeda para quitar ao menos parte de suas transações comerciais. Desse modo, a perspectiva do uso do RMB no comércio chinês tem consequências consideráveis para o SMI. Até 2012, cerca de 10% do fluxo comercial da China era denominado em sua moeda, com perspectivas de aumento (CINTRA; MARTINS, 2013). O quadro a seguir mostra a evolução do programa-piloto:

Quadro 5 – Programa-piloto de liquidação do comércio exterior

	Províncias e cidades participantes	Contrapartes	Abrangência potencial
Fase 1 – a partir de 1º/7/2009	Xangai, Guangzhou (Cantão), Shenzhen, Dongguan e Zhuhai.	ASEAN (Cingapura, Indonésia, Malásia, Filipinas, Tailândia, Vietnã, Camboja, Laos, Brunei, Miamar), Hong Kong e Macau.	28% das exportações e 16,8% das importações chinesas.
Fase 2 – a partir de 22/6/2010	Pequim, Tianjin, Mongólia Interior, Liaoning, Xangai, Jiangsu, Zhejiang, Fujiang, Shangdong, Hubei, Guangdong, Guangxi, Hainan, Chongqing, Sichuan, Yunnan, Jilin, Heilongjiang, Tibete e Xinjiang ¹ .	Qualquer país ou região administrativa.	96% das exportações e 100% das importações chinesas.
Fase 3 – a partir de 8/2011	Todo o país.	Qualquer país ou região administrativa.	100% das exportações e importações chinesas.

Fonte: CINTRA; MARTINS, 2013, P. 269

¹ Representam 20 das 34 províncias chinesas, concentrando 58% da população.

Com o sucesso do programa-piloto, um desenvolvimento paralelo começou a emergir. Como os participantes do comércio chinês, tanto importadores quanto exportadores, residentes ou não, podiam agora faturar suas operações em RMB, havia incentivos para sua utilização também em contratos e serviços relacionados. Instituições chinesas de financiamento do

comércio exterior e de apoio à internacionalização de empresas passam a promover empréstimos e linhas de crédito diretamente em RMB, tanto para residentes quanto para não-residentes (CARNEIRO, 2010; CINTRA; MARTINS, 2013). Não só as relações comerciais especificamente, mas as várias atividades correlatas passam a valer-se da moeda chinesa, inclusive fora da China, fomentando sua expansão.

Por fim, também decorrente do sucesso inicial do programa-piloto, outra ação no sentido de promover o uso comercial do RMB foi a autorização, a partir de 2010, a certas empresas estrangeiras de abrirem contas de depósitos em bancos locais dentro da China. Devido à utilização da moeda nacional na liquidação das transações comerciais, os participantes do comércio externo chinês agora acumulavam saldos em RMB, não em dólar. Porém, como a moeda chinesa ainda é pouco aceita e têm pouca utilização internacional afora as transferências especificamente com a China, esses agentes tinham poucas opções de uso para seus saldos comerciais – já que a participação de estrangeiros nos mercados financeiro e bancário internos é controlada, mesmo para a simples abertura de contas. Com essa nova regulação, tais agentes, especialmente aqueles envolvidos no programa-piloto, podiam agora realizar depósitos e movimentar fundos dentro do território chinês (CARNEIRO, 2010; COHEN, 2012).

Estas foram as principais ações do caminho comercial para a internacionalização do RMB, até o presente. Segundo esta análise, parecem condizentes com a estratégia adotada, e têm obtido resultados positivos quanto ao objetivo de internacionalização comercial do RMB. Principalmente, o programa-piloto adotado aparenta o sucesso mais expressivo. A moeda chinesa tem sido mais utilizada no comércio internacional, mormente o chinês, assim como nos serviços auxiliares a esse comércio, e também como uma parcela crescente das reservas internacionais de alguns bancos centrais. Apesar desses aspectos positivos, nota-se que o RMB ainda responde por parcela bem pequena do comércio mundial e das reservas declaradas, visto que passou a ser utilizado nessas funções apenas recentemente (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

4.3.2 Ações na esfera financeira

A seguir são consideradas as iniciativas tomadas pela via financeira para a internacionalização do RMB. Essas ações incorporam tanto os movimentos em direção à criação de um mercado *offshore* em Hong Kong quanto a reforma do sistema financeiro interno, com o ápice na transformação de Xangai em uma praça financeira internacional. Foi apontado anteriormente que esse é o principal desafio da China ao promover uma maior utilização de sua

moeda, por dois motivos. Primeiro, esse é o setor em que o país se destaca negativamente referente aos determinantes apresentados, visto que possui mercados financeiros ainda pouco desenvolvido e controles de capitais que dificultam o suprimento de liquidez externa. Segundo, o desenvolvimento financeiro e a abertura ao capital externo chocam-se com o modelo de desenvolvimento seguido até agora. Portanto, apesar de necessário para alcançar uma internacionalização efetiva, reformas nesse sentido devem ser cautelosas e ainda mais graduais, ao menos no curto prazo.

A primeira medida nesse sentido foi a permissão para a abertura de contas em RMB por bancos em Hong Kong, concedida em 2003. Essa permissão cobria tanto indivíduos quanto algumas empresas selecionadas (COHEN, 2012). Aquele foi o primeiro momento em que as autoridades chinesas aceitaram oficialmente o acúmulo de moeda fora do território nacional. O objetivo era iniciar lentamente a formação de reservas e fundos fora da China, que num segundo momento serviriam para utilização num mercado financeiro a ser desenvolvido. Esses fundos acumulados também serviriam como a própria base para o desenvolvimento de um sistema financeiro em RMB situado em Hong Kong.

Com a existência prévia desses fundos, logo se permitiu a emissão naquele território de títulos denominados em RMB – um passo importante, afigurando-se definitivamente um mercado financeiro fora da China continental. Os denominados títulos “Dim Sum” foram aprovados em 2007, para serem emitidos apenas por bancos chineses pré-selecionados (CINTRA; MARTINS, 2013; COHEN, 2012; FAN, 2012; MCCAULEY, 2011; SWIFT, 2011). Foram importantes por serem os primeiros instrumentos financeiros denominados em RMB a serem emitidos no exterior, disponíveis a agentes estrangeiros. Entretanto, o mercado teve movimentação baixa nos primeiros anos. Em 2009, o governo central da China, através do Ministério das Finanças, pela primeira vez emitiu títulos públicos nesse mercado. O objetivo era intervir explicitamente de modo a ajudar na formação de uma curva de rendimentos e de taxa de juros, que ainda se mostravam instáveis naquele momento, e propiciar maior liquidez (CINTRA; MARTINS, 2013; FAN, 2012). A partir daí, experimentou-se certa aceleração das movimentações no mercado *offshore* de Hong Kong. A demanda parecia alta, e em 2010 o governo estendeu a permissão também a empresas não-financeiras e a multinacionais instaladas na China (COHEN, 2012; EICHENGREEN, 2011).

A praça financeira externa do RMB passa a progredir, com a acumulação de volumes cada vez maiores de capital. A movimentação de recursos entre Hong Kong e a China continental, entretanto, continuava restrita. Isso fez com que surgisse uma taxa de câmbio

diferente entre as transações efetuadas nos dois locais. Inclusive se atribui um código monetário diferente para o mercado cambial de RMB em Hong Kong (CHN), contrastando com o mercado de Xangai (CNY). As taxas de câmbio discrepantes indicavam uma separação clara entre os dois, confirmando que o regime de controle de capitais ainda segregava o sistema financeiro chinês do resto do mundo – mesmo de mercados denominados em sua própria moeda. A evolução do câmbio CNH revela que havia demanda pelos agentes por maior quantidade de ativos denominados em RMB (CINTRA; MARTINS, 2013; MCCAULEY, 2011; SWIFT; 2011).

O próximo passo foi permitir uma integração muito parcial entre os dois segmentos. A partir de 2010, os depósitos estrangeiros em RMB podiam ser canalizados para dentro do mercado chinês através de Hong Kong (ANDRADE; CUNHA, 2011). Esse arranjo destacava o papel da região como intermediador financeiro dos fluxos de saída e entrada da China continental. Esse primeiro movimento foi visto como um ensaio quanto à possibilidade de convergência. Desde então, o governo central vem gradualmente permitindo uma aproximação lenta entre o sistema financeiro doméstico e o mercado *offshore* de Hong Kong. A confluência crescente entre as taxas de câmbio parece apontar nesse sentido (MCCAULEY, 2011).

Por fim, um último marco na internacionalização financeira *offshore* do RMB foi quando, em 2011, uma empresa sediada em Hong Kong emitiu seu primeiro título nessa moeda, os chamados IPO (*Inicial Public Offering*). A novidade é que, até então, todos os títulos privados em RMB emitidos no mercado *offshore* não eram novos, mas conversões para a moeda chinesa de títulos denominados em outras moedas (geralmente dólar). Dessa maneira, anunciava-se como possível a criação de títulos nessa moeda fora da China, sinalizando positivamente para o desenvolvimento de um mercado financeiro e a provisão de liquidez para agentes estrangeiros (FAN, 2012; SWIFT, 2011).

Entretanto, assim como no caso do papel comercial, apesar dos progressos significativos apresentados, o RMB ainda manifesta diversos entraves à sua maior utilização financeira por agentes externos. Hong Kong tem se mostrado um laboratório propício para a experimentação de políticas. As ações apresentadas têm tido impactos auspiciosos no desenvolvimento de um mercado financeiro mais amplo e profundo, que pode ser transplantado para o continente caso os resultados forem considerados satisfatórios e congruentes com a política macroeconômica chinesa. Do mesmo modo, a região administrativa desempenha um papel de ponte entre o mercado financeiro continental e o resto do mundo, ampliando a liquidez externa disponível de RMB. Porém, as medidas implantadas têm sido extremamente cautelosas: os fluxos permitidos

entre Hong Kong e a China continental são pequenos, o volume e diversificação de ativos disponíveis é baixo, e as iniciativas tomadas convivem com inúmeras restrições. Depreende-se disso que a moeda chinesa ainda apresenta pouca participação nos mercados financeiros mundiais.

Afora Hong Kong, também se tomaram iniciativas visando à criação de um mercado financeiro interno mais desenvolvido. As medidas dos dois conjuntos são paralelas e muitas vezes simultâneas. De todo modo, como os controles na conta financeira e a restrição na conversibilidade da moeda segregam em boa medida o sistema financeiro doméstico do restante da economia internacional, os desenvolvimentos internos podem ser analisados separadamente. Como explicitado anteriormente, o epíteto dessas medidas seria a transformação de Xangai em um centro financeiro internacional de renome, com a participação de estrangeiros e residentes nesse mercado. A meta oficial de 2020 para alcançar esse objetivo ainda prevalece.

O primeiro gesto no desenvolvimento financeiro visando à internacionalização do RMB foi o supracitado programa QFII, que permitia a empresas eleitas pelo governo investirem em títulos no mercado doméstico. Promulgado entre 2002 e 2003, permitia pela primeira vez o acesso de agentes externos a esse mercado (ANDRADE; CUNHA, 2011; CINTRA; MARTINS, 2013; SWIFT, 2011). Esse arcabouço foi o primeiro sinal de uma maior flexibilidade para a conta financeira. Entretanto, há que se ter em mente que, como uma das primeiras políticas com o objetivo de internacionalizar o RMB, os participantes, as cotas individuais de ativos, as possibilidades de repatriamento do capital, e os valores agregados disponíveis para agentes externos eram rigidamente controlados, e em geral muito baixos. O programa servia primariamente como uma sinalização da direção das políticas a serem implementadas. Importa ressaltar que o arranjo geral do QFII persiste até hoje, com algumas modificações, e com um aumento gradual das concessões oferecidas (ANDRADE; CUNHA, 2011; CINTRA; MARTINS, 2013).

No ano de 2006, a contraparte doméstica do programa foi criada. O QDII (*Qualified Domestic Institutional Investor*) permitia a empresas e indivíduos selecionados fazerem aplicações em portfólio fora do país. Assim como o programa anterior, estava sujeito a diversos controles e regulações, a começar pelos próprios participantes. O volume e o valor das aquisições eram assim pouco expressivos (ANDRADE; CUNHA, 2011). A iniciativa visava possibilitar a maior diversificação de ativos e aquisição de liquidez pelos agentes privados que atuavam no mercado doméstico, sem precisar passar por um crescimento abrupto desse setor.

Entre essas duas medidas, em 2005 os não-residentes na China foram autorizados pela

primeira vez a emitir títulos em RMB no mercado doméstico. Os títulos “Panda” eram listados na bolsa de Xangai, promovendo uma atração internacional para esse centro financeiro. Como o QDII, essa medida apontava na construção e consolidação de um sistema financeiro mais desenvolvido. O programa foi gradualmente alargado, possibilitando, a partir de 2009, multinacionais já instaladas na China a também realizar essas emissões. Entretanto, ainda mais que no mercado *offshore*, os progressos desse sistema de títulos têm sido lentos (COHEN, 2012).

Outra tentativa de incentivar o setor financeiro e aumentar parcialmente a relação desse com o capital internacional se deu em 2007, quando o BPC aprovou a livre conversão do RMB em outras moedas para indivíduos particulares. Entretanto, o limite anual estabelecido para a conversão era bem baixo (ANDRADE; CUNHA, 2011). Novamente, essa medida específica teve mais o papel de sinalizar uma vontade de abrandamento da restrição de conversibilidade do que um impacto prático. A permissão era facultada apenas a pessoas físicas, não empresas, o que diminui o potencial de aplicação desses recursos no setor financeiro. Ademais, a quantia estabelecida anualmente era de pequena monta, considerando-se o exigido pelo mercado financeiro global.

Uma iniciativa de mais impacto foi tomada em 2010, quando empresas estrangeiras selecionadas e bancos centrais foram licenciados a investir também no mercado interbancário doméstico (CINTRA; MARTINS, 2013; FAN, 2012; SWIFT, 2011). O setor bancário chinês é altamente concentrado, com grande presença de bancos públicos e regulação estrita em vários componentes – piso e teto das taxas de juros, crédito, poupança privada forçada, etc. (ANDRADE; CUNHA, 2011; CINTRA; MARTINS, 2013). A presença de agentes estrangeiros é um forte indicativo de uma disposição de liberalização. Além disso, permite que agentes externos comprem e vendam ativos em um dos segmentos mais importantes para o desenvolvimento financeiro.

Por fim, uma última medida tomada foi a regulação de fluxos de Investimento Externo Direto (IED) diretamente em RMB, em 2011. Esta abrangia tanto os investimentos originados na China quanto os que se destinavam ao país. Desse modo, além de os agentes externos poderem destinar seus excedentes comerciais acumulados em RMB para investimentos, os residentes podem realizar também investimentos produtivos diretamente em sua moeda. A medida serviu tanto para estimular o uso internacional do RMB quanto indiretamente de estímulo ao aumento do IED chinês (CINTRA; MARTINS, 2013; FAN, 2012; SWIFT, 2011).

Estas foram as principais medidas de cunho financeiro até aqui. Devido ao regime de controles vigente na conta financeira, há uma clara separação entre as iniciativas voltadas ao

mercado financeiro interno e ao desenvolvimento *offshore* do RMB, como explicitado anteriormente. Apesar da proposta de maior integração entre os dois, e de ações positivas nesse sentido, as políticas implementadas sugerem que uma fragmentação ainda existe. Mesmo compondo uma mesma estratégia, e sendo teoricamente complementares, ainda se distinguem dois movimentos separados.

Percebemos com a descrição e análise acima que o uso financeiro do RMB na economia internacional ainda é primitivo. As políticas adotadas nesse sentido parecem indicar que as autoridades chinesas pretendem fomentar o setor financeiro doméstico e apoiar a internacionalização de sua moeda. Porém, nesse quesito, a estratégia gradual tem se mostrado ainda mais cautelosa. O governo tem colocado a estabilidade interna e o crescimento do setor produtivo acima da expansão da esfera financeira. Como indicado antes, um mercado financeiro amplo e profundo é o principal entrave à internacionalização do RMB, dentre aqueles previamente elencados. A retórica oficial, de desenvolvimento financeiro interno até a conformação de Xangai como uma praça internacional, parece exagerada. Houve poucas iniciativas diretamente nesse sentido até aqui. Apesar dos pequenos avanços experimentados, a meta de 2020 para um setor financeiro de maior porte na China parece ambiciosa (CINTRA; MARTINS, 2013).

De modo geral, o uso internacional do RMB ainda permanece reduzido. Há que se considerar certo elemento de novidade, combinado com a tendência de inércia do sistema. As reformas em direção à maior utilização da moeda chinesa iniciaram há pouco mais de uma década. Todavia, o progresso tem sido lento. Até que ponto tem sido lento demais, ou prosseguido na velocidade desejada pelas autoridades chinesas, é uma questão a ser discutida em pesquisas futuras. Entendemos aqui, provisoriamente, que o governo da China aparentemente tem guiado as reformas de forma deliberadamente vagarosa, de modo a acomodar a economia interna às novas possibilidades. Portanto, o processo tem caminhado de forma satisfatória frente às ambições chinesas.

Os avanços no campo comercial têm sido mais significativos. De praticamente zero antes de 2009, a denominação em moeda nacional do comércio exterior chinês passou a cerca de 10% em 2012 (CINTRA; MARTINS, 2013). Entretanto, o uso do RMB no comércio internacional, apesar de crescente, ainda se restringe muito a transações diretamente com agentes residentes na China. No campo financeiro, os avanços têm sido mais lentos. O mercado *offshore* de RMB em Hong Kong tem exibido uma evolução desde a sua implementação: a movimentação parece manifestar que existe uma demanda pela moeda chinesa, ainda não

totalmente suprida. Porém, as medidas aplicadas visando à utilização do RMB continuam sendo acompanhadas de muitos controles e restrições. Principalmente, os fluxos acumulados na ilha têm pouco espaço para movimento internacional, especialmente em direção ao território continental da China. Em paralelo, o sistema financeiro interno demonstrou ainda menos progresso. As reformas adotadas até aqui serviram mais como indicativos de ações futuras as serem praticadas. O RMB não se coloca atualmente como uma alternativa expressiva para a utilização no mercado financeiro internacional.

Assim, entendemos que uma internacionalização mais expressiva ainda é uma alternativa de longo prazo, ao menos considerando a economia mundial. A China parece ter avançado pouco no caminho financeiro para que sua moeda ganhe destaque nesse sentido. O caminho comercial parece mais promissor. Entretanto, pode-se deduzir que o governo pretende apostar exatamente nisso: que o peso comercial e a rede de transações da economia chinesa impulsionem a utilização do RMB, sem que se precise modificar o setor financeiro interno. Pelas inter-relações e sinergia que as diversas funções da moeda guardam entre si, a China espera que uso comercial de sua moeda fomente seu papel no mercado financeiro e de reserva de valor, realizando o mínimo de concessões possível, a fim de não modificar radicalmente seu modelo de crescimento interno (COHEN, 2012).

4.4 Perspectivas e impactos sistêmicos

Foram analisadas na seção anterior as ações empreendidas até aqui para a internacionalização do RMB. Também se comentou, sucintamente, como as medidas moldaram a situação atual de utilização daquela moeda. Fica claro que sua internacionalização ainda está em um estágio inicial, sendo usado primordialmente para transações com a própria China. Segundo a estratégia proposta pelo governo, o RMB ainda não alcançou o patamar desejado. Portanto, se o objetivo permanece estimular o uso internacional de sua moeda, pelo menos em algumas funções, é necessária a continuidade do programa de internacionalização.

Retomando tais objetivos, vimos que não se pretende que o RMB desempenhe todas as funções de uma moeda internacional, ao menos no curto prazo. Planeja-se um crescimento de sua participação no comércio internacional, na alocação das reservas oficiais e no mercado financeiro privado. Para isso, concebeu-se uma estratégia de dois caminhos, comercial e financeiro. Estes deveriam se desdobrar ainda em três movimentos – aumentar o uso no comércio internacional, criar um mercado *offshore* para o RMB em Hong Kong, e alavancar o sistema financeiro interno, de modo a consolidar Xangai como um centro internacional.

Nenhum destes objetivos parciais foi plenamente alcançado, a um nível considerado satisfatório. Especialmente no âmbito das finanças domésticas, os resultados atingidos são aquém do necessário para permitir que o RMB se torne uma moeda utilizada nos mercados internacionais. A via comercial tem exibido mais fôlego. Como apontado acima, podemos inferir que talvez este seja um planejamento deliberado por parte do governo chinês, de usar o tamanho de sua economia e a magnitude de seus fluxos comerciais para superar os entraves ocasionados pelo baixo desenvolvimento financeiro. De qualquer maneira, novas ações são requeridas para continuar o processo de internacionalização do RMB.

O programa-piloto de liquidação do comércio foi certamente eficaz em aumentar a utilização do RMB. Ainda há espaço para o crescimento na denominação dos fluxos chineses, e seguindo essa tendência, tal utilização deve aumentar ainda mais nos próximos anos. Também há perspectivas de ampliar os acordos de *swaps* cambiais, oferecendo fundos para a quitação do comércio em RMB a outros países. Tanto os novos acordos quanto a ampliação do comércio em RMB devem ocorrer com os países da ASEAN, aumentando a influência do RMB naquela região (AUBOIN, 2012).

A ideia de se formar, até 2020, um mercado financeiro abrangente, centrado em Xangai, ainda se mantém oficialmente. Simultaneamente, pretende-se ter uma moeda mais conversível, com maiores possibilidades de ser adquirida por estrangeiros, até a mesma data (EICHENGREEN, 2011; SWIFT, 2011). Como comentado, esse prazo parece ambicioso. Para ser cumprido, medidas profundas e de larga escala nos próximos anos terão que ser adotadas. Estas não parecem, todavia, estar no horizonte, nem há qualquer sinalização nesse sentido. A perspectiva é de manutenção da escala gradual das reformas.

Entretanto, reformas mais amplas, se realizadas, poderiam resultar em instabilidade. Há o entendimento que pressões por uma internacionalização mais rápida poderiam resultar em iniciativas prematuras e mal formuladas de liberalização financeira, que aumentariam a vulnerabilidade do sistema financeiro interno. Por outro lado, um ritmo demasiadamente lento nas políticas adotadas pode levar a uma estagnação da utilização do RMB, especialmente no mercado *offshore* de Hong Kong (FAN, 2011). A internacionalização da moeda não prossegue de modo automático ou linear, mas depende das reformas e ações deliberadas para continuar expandindo (AUBOIN, 2012; FAN, 2011).

Do mesmo modo que o início do processo, o futuro da internacionalização vai depender da compatibilização com o modelo de crescimento vigente. O RMB ainda não desempenha plenamente as funções internacionais que o governo chinês almeja. No entanto, o

aprofundamento de seu uso internacional pode elidir o controle sobre algumas variáveis chaves da economia, e torná-la mais suscetível a fluxos financeiros instáveis (MCCAULEY, 2011). Assim, a internacionalização deve seguir em ritmo gradual. Por enquanto, “a moeda chinesa permanece escassa – tanto para liquidar transações comerciais, como para denominar e liquidar contratos financeiros – e inconversível – ou com uma conversibilidade limitada” (CINTRA; MARTINS, 2013, p. 290).

Dessa forma, devemos agora questionar quais implicações para o SMI esse processo de internacionalização traz. Levando em conta o estado atual da participação do RMB, assim como suas perspectivas, levantou-se algumas consequências que uma utilização internacional crescente dessa moeda traria. Para tanto, são retomados alguns pontos propostos no primeiro capítulo, acerca da conformação do SMI, e do segundo, principalmente sobre a caracterização do padrão dólar flexível atual.

Como explicado anteriormente, um dos aspectos centrais da constituição do SMI é seu meio monetário. Uma moeda internacional é aquela moeda que desempenha ao menos uma das seis funções elencadas. A conjunção desta com outras variáveis que formam o sistema dá origem a distintos padrões monetários através da história. Em cada um, as moedas nacionais que desempenharam cada papel foram diferentes, em extensões diferentes. Cada padrão desses teve também instituições (formais ou informais), padrões e regras próprios. Em especial, cada regime até aqui apresentou alguma âncora, uma característica que servia de sustentação a todo ele.

No regime atual do dólar flexível, a moeda norte-americana serve todas as funções de uma moeda internacional. Apesar de que outras moedas nacionais também as desempenham, o dólar tem a maior participação em todos os papéis (AUBOIN, 2012; CINTRA; MARTINS, 2013; MAZIAD et al., 2011; MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009). Assim, podemos entender que a moeda norte-americana serve como sustentáculo desse padrão, e sua utilização em todos os sentidos, em escala maior que outras moedas, é uma de suas características constitutivas.

Entretanto, como já apontado, não há nenhum constrangimento explícito ou formal quanto à utilização dessa moeda. Os agentes têm, a princípio, a liberdade de escolher utilizar outras moedas. Porém, retomando os determinantes apontados, os EUA têm grande proeminência no SI. Continuam sendo a maior economia do mundo, bem integrada ao resto do sistema. Seu mercado financeiro é um dos mais desenvolvidos do planeta, junto com a zona do euro. O fornecimento de liquidez ao sistema tem sido suficiente, por vezes até excessivo –

apesar da contração em momentos de crise, como em 2008. O país não sofre com conturbações políticas preocupantes. O poder geopolítico dos EUA é inquestionável, seja em termos militares, diplomáticos, participação em organizações, etc. (CINTRA; MARTINS, 2013; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013; EICHENGREEN, 2011). E apesar de não necessitar mais promover ativamente a internacionalização de sua moeda, o governo americano tem mostrado voluntarismo no sentido de preservar o papel internacional do dólar (EICHENGREEN, 2011; SERRANO, 2004; 2008). Somente no quesito estabilidade, portanto, é que o uso amplo do dólar pode ser em alguma medida contestado. E mesmo nesse, vemos que, em situações de estresse, os agentes ainda buscam a segurança da moeda americana apoiadas no poderio econômico e militar de seu Estado – a “fuga para a qualidade” experimentada durante o auge da crise de 2008 (CARNEIRO, 2010; EICHENGREEN, 2011).

Ainda, como explicitado previamente, o SMI incorre em certo grau de inércia e também de dependência de trajetória. Além disso, as externalidades em rede decorrentes da utilização de uma moeda central impõem que uma mudança completa nas características fundamentais dele seja muito difícil. Mesmo que a economia mundial esteja caminhando em direção a uma multipolaridade, o uso anterior e presente do dólar lhe dão certa vantagem sobre as outras moedas. E, como apontado acima, mesmo que tenha diminuído a distância entre as suas capacidades e as dos outros Estados do sistema, os EUA ainda são a maior potência do SI (EICHENGREEN, 2011).

Levando em conta as características acima, assim como os desenvolvimentos do processo de internacionalização descritos na sessão anterior, não nos parece factível que o RMB venha a substituir completamente o dólar, num futuro previsível. Nem esse parece ser um objetivo do governo chinês. Entretanto, seu uso mais disseminado, principalmente na região do Leste Asiático, pode fazer surgir um sistema em que a moeda americana divida seu espaço como moeda central - o que, de fato, faz parte da estratégia anunciada pela China. Devemos então aqui ponderar o que ocorreria caso alguma moeda nacional chegasse a rivalizar com a norte-americana.

Uma mudança na posição do dólar, em primeiro lugar, afetaria o emissor do centro de reservas, sujeitando mais os EUA às instabilidades e restrições na política macroeconômica enfrentadas pelos outros Estados (CARNEIRO, 2010; GOLDBERG, 2010; SERRANO, 2004). Se houvesse alternativas de mesma segurança, liquidez e volume que o dólar, os agentes externos talvez não estivessem dispostos a financiar de modo permanente os déficits externos da economia americana através da compra de títulos e ativos. Com o país não tendo a

possibilidade de saldar totalmente suas obrigações através da emissão de moeda, teria que regular suas políticas econômicas levando em conta também o resultado externo. Seria reinstalada certa restrição externa à condução interna da política econômica norte-americana.

Existe também um elemento geopolítico a ser considerado. O afastamento do dólar pode não se dar apenas por motivos econômicos. O regime de Bretton Woods assentava-se sobre o poderio econômico, político e militar da potência menos afetada pela guerra. O padrão dólar flexível consolidou-se definitivamente na década de 90, quando os EUA eram praticamente a única potência do sistema. Tanto o poder material quanto o prestígio norte-americano estavam em alta, nos dois casos. Isso tanto condicionava quanto reforçava o papel do dólar. Entretanto, a situação é diferente no presente. É importante notar que

Hoje, em contraste, a China, o maior credor externo dos Estados Unidos, não é um aliado estreito. Em muitas partes do mundo, o guarda-chuva de segurança americano não é nem essencial, como no passado, nem, na verdade, tão bem-vindo. Não é de modo algum óbvio que a melhor maneira de os países estrangeiros garantirem sua segurança seja sustentar o dólar. (EICHENGREEN, 2011, p. 120)

Um sistema monetário multilateral também imporá maior disciplina nos emissores das moedas centrais. Políticas que sacrificassem a estabilidade externa – mesmo que motivadas por objetivos internos – e que aumentassem a volatilidade do sistema poderiam ser penalizadas com a migração maciça para outra moeda. Inclusive o próprio status de moeda internacional poderia ser ameaçado, caso houvesse alternativas viáveis a que se recorrer. Os Estados seriam compelidos a sopesar sempre o valor e utilização externa de sua moeda com a estabilidade interna (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009).

O “privilégio exorbitante”, conferido ao emissor da moeda-chave do sistema, seria difundido entre mais de um Estado. Pode-se aventar que se daria em menor escala, mesmo tomando todas as moedas centrais, visto que a necessidade de manter a condição de sua moeda forçaria os países a restringirem seus desequilíbrios externos (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2009). Ou ele poderia não se manifestar de modo algum. Certamente, continuaria havendo benefícios sobre o uso internacional de uma moeda. Porém, o “privilégio exorbitante” pode não ser um deles: a concorrência e a competição entre um grupo de moedas centrais preveniria que esses Estados financiassem seus déficits através da simples expansão monetária, sem algum compromisso ou restrição acordada (GENBERG, 2011).

Outro benefício de um suposto sistema com mais de uma moeda a desempenhar papel relevante é um ajustamento mais equilibrado entre as economias superavitárias e deficitárias.

Como nenhum país poderia promover déficits persistentes em seu BP, e o “privilégio exorbitante” seria ao menos atenuado, o peso do ajustamento poderia ser distribuído de forma mais equitativa – ainda que não necessariamente igualitária. Além disso, um número maior de candidatos aptos a desempenhar de forma satisfatória a função de reserva de valor, com liquidez e volume suficiente, seria vantajoso no sentido de propiciar uma maior diversificação de riscos (MAZIAD et al., 2011).

Com um ajustamento externo menos desigual, principalmente em favor da periferia, a necessidade de manter reservas cambiais para enfrentar crises no BP poderia diminuir. Com isso, uma parte dos recursos que hoje estão inertes nos bancos centrais poderia ser efetivamente utilizada para transações (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2011). No somatório, essas características aumentariam a estabilidade desse novo arranjo multi-monetário, em comparação com o atual padrão centrado em uma única moeda-chave (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2011; MAZIAD et al., 2011).

Haveria alguns riscos inerentes a esse novo regime hipotético. Devido à existência de externalidades em rede, do ponto de vista econômico a maior eficiência possível seria alcançada se houvesse apenas uma moeda utilizada por todo o sistema. Existindo mais de uma moeda central, há a possibilidade de as duas partes de uma transação não operarem com a mesma meio monetário. A emergência de um SMI com mais de uma moeda relevante acarreta o risco de diminuição da eficiência econômica, com consequente aumento dos custos – seja em tempo, coleta de informações, incerteza, etc. (MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2011; MAZIAD et al.; 2011).

Também haveria uma maior volatilidade cambial. As taxas cambiais das moedas nacionais deveriam ser medidas contra uma das moedas centrais (ou contra uma cesta ponderada delas), mas as próprias moedas que serviriam a esse propósito oscilariam de valor entre si. Com uma volatilidade cambial acentuada, existe a possibilidade de maior instabilidade também nos fluxos de capitais e nas taxas de juros internacionais. Uma cooperação entre os emissores daquelas moedas seria necessária para conter em parte essa maior volatilidade – o que não é de nenhum modo assegurado. A instabilidade poderia superar a estabilidade nesse novo sistema (CARNEIRO, 2010; MATEOS Y LAGO; DUTTAGUPTA; GOYAL, 2011; MAZIAD et al.; 2011).

Existe também a possibilidade de uma fragmentação do sistema monetário. Revisando a consideração histórica do SMI, feita no capítulo dois, vimos que antes do advento do padrão ouro como regime internacional, havia uma fragmentação similar à proposta aqui como possível.

Um sistema em que haja mais de um ativo que sirva de lastro pode separar-se em blocos distintos, com baixa interação entre si. No presente momento, isso seria prejudicial à economia internacional como um todo (CARNEIRO, 2010).

Apesar de essa ser uma possibilidade, não nos parece garantido que essa fragmentação acarretaria blocos rígidos, nem que haveria pouca interação entre eles. Ao contrário, a formação de zonas monetárias poderia se dar em bases regionais, aumentando as transações locais operadas nas moedas de Estados influentes da própria região. A equivalência entre essas regiões seria feita nessas moedas centrais. Esse, na verdade, parece ser o caminho mais provável que o SMI tomará (ANDRADE; CUNHA, 2011; CARNEIRO, 2010; CINTRA; MARTINS, 2013; EICHENGREEN, 2011; SILVA, 2013a). Seria um curso intermediário entre a manutenção do padrão monetário atual e a substituição total do dólar por outra moeda, visto que esse continuaria a desempenhar papel importante no sistema.

Desse modo, mesmo que o RMB – ou outra moeda – não supere em absoluto o dólar em termos de utilização global, poderia se constituir como importante dentro do cenário internacional. Se uma moeda for a mais utilizada nos mercados e transações regionais, então ela pode ser considerada uma moeda internacional (SILVA, 2013a). A moeda chinesa não representa, no momento presente, uma ameaça à hegemonia no dólar em âmbito global. Porém, é possível que o RMB venha a ser a moeda mais utilizada no Leste Asiático. A China, como visto, é a maior economia da região, tem grande presença nos fluxos comerciais e financeiros, e certo protagonismo político. Esta já é a região onde sua moeda tem maior influência, e as perspectivas de novas medidas para a internacionalização também tem o Leste Asiático como alvo. O RMB poderá firmar-se como moeda reserva de caráter regional, sendo utilizado principalmente no entorno geopolítico chinês (ANDRADE, CUNHA, 2011; CARNEIRO, 2010; EICHENGREEN, 2011; SILVA, 2013a).

Portanto, como se viu, o RMB ainda tem um longo caminho para afirmar-se como moeda internacional. Logrou alcançar algum aumento na sua utilização externa, mas necessita continuar um processo ativo e deliberado para atingir o status pretendido pelas autoridades chinesas. Tal continuidade está incluída no planejamento de curto prazo, com algumas ações e passos futuros já delineados. O RMB não substituirá o dólar, no horizonte analisado neste trabalho. Porém, poderá competir com ele dentro de uma região geográfica específica.

Expomos assim as características de um sistema que tenha mais de uma moeda relevante. Comparado com a configuração do padrão dólar flexível, entendemos que a conjunção das variáveis que conformam um padrão monetário internacional seria distinta. O ajustamento

frente a desequilíbrios externos, as prerrogativas facultadas ao emissor da moeda central, a estabilidade média, a forma de composição das reservas, a volatilidade cambial intrínseca, todas essas seriam ontologicamente diferentes em um teórico regime multi-monetário. A internacionalização do RMB pode causar uma mudança no sistema monetário atual, caso atinja os objetivos almejados pelo governo chinês.

Concluindo o capítulo, fazemos uma retomada da argumentação exposta. Apresentou-se os objetivos da China com relação à sua moeda, destacando o desejo de internacionalizá-la. Uma internacionalização ampla, porém, se choca com a estabilidade e política econômica interna. A intenção assim é de realizar uma internacionalização gradual e parcial – não se espera que o RMB desempenhe globalmente todas as funções de uma moeda internacional, ao menos no momento. Pretende-se que a moeda chinesa desempenhe maior papel no mercado financeiro privado, nas transações comerciais e na composição de reservas oficiais. Para que isso seja possível, desenhou-se uma estratégia de dois caminhos e três movimentos subsequentes, que nos pareceu bem delineada em vista dos propósitos.

Condizente com essa estratégia, o governo tomou ações buscando uma maior internacionalização do RMB naquelas funções. Até o presente, os resultados não parecem ter atingido um patamar suficiente para cumprir os objetivos planejados. O uso comercial (função meio de troca) teve um aumento expressivo, apesar de ainda ser baixo e limitado às transações com a China. O desenvolvimento financeiro apresentado até aqui foi pequeno, com maior destaque para o mercado *offshore* em Hong Kong. Desse modo, a internacionalização não atingiu seus objetivos até o momento, no que se compreende que demanda a continuidade das ações por parte do Estado.

Estas ações estão na agenda da política chinesa. Entretanto, as iniciativas previstas parecem concentrar-se mais no campo comercial, enquanto o setor financeiro continua sendo um empecilho à internacionalização do RMB. De todo modo, a perspectiva de continuidade e consolidação do processo tem impactos possíveis no SMI. Entendemos que a moeda chinesa não tem possibilidade de substituir o dólar como moeda-chave no sistema, num horizonte de análise possível. Porém, tem o potencial de rivalizar com ela. Descrevemos quais seriam as características gerais de um padrão monetário onde convivessem mais de uma moeda central. Segundo o entendimento exposto, essas seriam radicalmente diferentes do atual padrão dólar flexível. Portanto, concluímos que a internacionalização do RMB pode mudar a estrutura do SMI, engendrando uma nova formatação para esse.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho foi elaborado para responder à indagação de qual seriam as consequências que o processo de internacionalização do RMB traria para o SMI. O objetivo era entender tal processo e as implicações que ele traria – ou seja, entender o padrão monetário atual e as diferenças hipotéticas com a internacionalização do RMB efetivada. A hipótese era que a maior utilização da moeda chinesa, caso confirmada, implicaria mudanças profundas na forma atual do sistema monetário, deslocando o dólar de sua posição privilegiada.

Concluiu-se que a internacionalização do RMB, mesmo estritamente nas funções propostas na estratégia do governo chinês, alteraria de algum modo o funcionamento do SMI. Outras moedas – das quais as mais relevantes são o iene e o euro – aventaram colocar-se como rivais do dólar. A moeda japonesa, devido a certos condicionantes, não alcançou lograr uma internacionalização que alterasse a substância do sistema atual. O euro parece postar-se como desafiante em potencial, apesar de vários problemas.

O processo de internacionalização do RMB, por seu turno, parece ter um potencial maior de ocasionar mudanças. De acordo com os determinantes da internacionalização de uma moeda, a China parece estar em boa posição para fomentar uma utilização externa maior de sua moeda. O país tem bons resultados macroeconômicos, um histórico de baixa inflação e variação cambial, uma integração profunda à economia mundial, não tem apresentado conturbações políticas, e dispõe de um poderio e prestígio internacional crescente. Ainda, o governo tem externado nos últimos anos uma vontade política de internacionalizar sua moeda e leva-la a um novo patamar. Entretanto, o baixo desenvolvimento do mercado financeiro e as restrições à obtenção da moeda por agentes externos seriam desafios não triviais.

Tendo ciência desses condicionantes, e dado seu entendimento acerca do funcionamento do padrão atual, o governo chinês montou uma estratégia para proceder à internacionalização de sua moeda, de acordo com seus objetivos. É importante notar que tal estratégia ainda tem que levar em conta as premissas do modelo de crescimento da China, baseado em um controle estrito de variáveis e agregados chave. Entende-se que uma utilização ampla do RMB seria prejudicial à manutenção do desenvolvimento econômico interno. Assim, as autoridades pretendem uma internacionalização gradual e uma conversibilidade controlada de sua moeda.

A estratégia proposta parece se harmonizar satisfatoriamente às metas declaradas, às capacidades chinesas e aos desafios a serem enfrentados. Contempla dois caminhos para a internacionalização: o comercial e o financeiro. O primeiro visa fomentar o uso do RMB nas transações comerciais privadas. O segundo visa promover o mercado financeiro privado nessa

moeda. Para guiar essa estratégia no curto prazo, engendraram-se três movimentos distintos. O primeiro foi impulsionar diretamente o uso comercial do RMB, através de novas regulações e acordos de *swaps* com bancos centrais. O segundo foi desenvolver uma praça financeira *offshore* em Hong Kong, de modo a permitir o acesso de estrangeiros a ativos denominados na moeda chinesa sem expor o mercado doméstico. E o último foi incentivar o crescimento do setor financeiro interno, culminando na transformação de Xangai em um centro internacional.

Compreende-se que a estratégia é bem formulada, endereçando os principais problemas e propondo ações para concretizar os objetivos expostos. Examinando as iniciativas executadas, vê-se que elas já começaram a ocasionar certas mudanças. Dentre elas, as políticas no campo comercial são aquelas que tiveram mais impacto. A China já tem alguma importância nessa área, e as providências tomadas têm obtido sucesso em transferir a denominação do comércio chinês para o RMB. No campo financeiro, os avanços têm sido mais lentos, tanto no mercado *offshore* quanto no setor interno. Este já se colocava como o principal empecilho à maior utilização internacional do RMB, e figura ainda como o maior obstáculo a ser superado.

De todo modo, entende-se que a estratégia e as ações efetivamente adotadas estão na direção correta do ponto de vista dos objetivos propostos, e têm o potencial para tornar a moeda chinesa mais utilizada em âmbito internacional. Entretanto, estes desdobramentos devem ocorrer, se tanto, apenas no longo prazo. Num horizonte mais próximo de análise, não parece factível uma mudança profunda no padrão dólar flexível. O regime tende a manter-se como está. A internacionalização do RMB não se manifesta em um grau suficiente para competir com a moeda norte-americana como centro de reserva do sistema. A hipótese apresentada no trabalho permanece plausível, porém não é válida para o curto prazo.

Deve-se então considerar o longo prazo e a possibilidade de efetivação de um padrão monetário distinto do atual. Como foi apontado, não é a ambição do governo chinês substituir o dólar, de modo a colocar o RMB como moeda-chave única do SMI. Nem se tem tomado medidas neste sentido. O planejamento pragmático – afora a retórica pública – passa por aumentar a utilização da moeda chinesa para insular-se de alguns desequilíbrios e instabilidades geradas pelo padrão atual. Depois, por auferir alguns benefícios do maior uso internacional dela. Para isso, não seria necessário que o RMB rivalizasse com a moeda americana, mas apenas que desempenhasse algumas funções de uma moeda internacional, ou as desempenhasse em uma região específica.

O padrão dólar flexível foi consolidado quando a preponderância econômica e geopolítica dos EUA era inquestionável. A moeda americana destacava-se como a única escolha

viável – fosse por livre vontade, por imposição direta ou constrangimentos estruturais. Entretanto, a evolução da distribuição de capacidades no SI aponta para um mundo cada vez mais multipolar. A economia e o poderio norte-americano teriam que dividir espaço com outros Estados. Porém, os EUA não decaíram em termos absolutos, nem perderam sua posição como maior potência do sistema. Apenas não se afiguram mais como hegemonia absoluta.

A China é um dos Estados que vem crescendo dentro do sistema, principalmente em termos econômicos. E tem exposto vontade política de impulsionar o uso de sua moeda. Entende-se que, ao se concretizarem as ambições esposadas pelos governantes chineses, e caso o RMB se afigure como uma alternativa complementar viável ao dólar, teríamos um arranjo onde outras moedas teriam papel importante também. Ao descrever como seria esse suposto novo sistema, apontaram-se algumas características básicas. Pode-se notar, desse modo, que ele difere do funcionamento do padrão atual.

Assim, um mundo mais multipolar tende a refletir-se em um sistema monetário menos centralizado. Como descrito na conceituação teórica e ilustrado pelas formações históricas do SMI, o regime monetário mundial é influenciado pela concertação geopolítica internacional, assim como também influi sobre ela. Os determinantes para o uso de uma moeda internacional são tanto econômicos quanto políticos. Como apresentado aqui, o RMB tem o maior potencial de internacionalização, mas outras moedas também podem compor esse hipotético sistema.

A principal área de influência do RMB é o Leste Asiático - assim como a China tem maior proeminência política nessa região. As perspectivas de novas políticas visando a internacionalização também se direcionam a ela. Portanto é possível inferir que a maior utilização da moeda chinesa se dará principalmente no seu próprio entorno. Um SMI multi-monetário tende a ser regionalizado, com o uso das moedas relevantes concentrado em suas respectivas regiões. Além do RMB, o euro também parece apresentar boas credenciais para estruturar uma zona monetária própria, composta pelos países da periferia da união monetária.

Assim, a monografia concluiu que a internacionalização do RMB tem o potencial de provocar certas mudanças no SMI. Estas tendem a estruturar um padrão onde mais de uma moeda desempenha papel central, com a moeda chinesa tendo lugar de destaque no Leste Asiático. Entretanto, tais mudanças devem acontecer apenas no longo prazo. Por enquanto, o padrão dólar flexível deve permanecer inalterado em sua essência. Resta acompanhar o desenrolar do processo de internacionalização do RMB nos próximos anos. Também, é necessário aprofundar o entendimento sobre uma configuração futura do SMI. Estes são temas

que estimulam a continuidade da investigação que motivou originalmente este trabalho.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Luíza Cardoso de; CUNHA, André Moreira. A diplomacia do iuane: breves comentários sobre a internacionalização financeira da China (parte I – aspectos teóricos). **Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 23, p.15-28, outubro-dezembro de 2010.
- ANDRADE, Luíza Cardoso de; CUNHA, André Moreira. A diplomacia do yuan: breves comentários sobre a internacionalização financeira da China (parte II – evidências e conclusões). **Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 24, p.15-26, janeiro-março de 2011.
- AUBOIN, Marc. **Use of currencies in international trade: any changes in the picture?** Staff Working Paper ERSD-2012-10, World Trade Organization, maio de 2012.
- BIBOW, Jörg. **The Global Crisis and the Future of the Dollar: Toward Bretton Woods III?** Working Paper No. 584. Nova York: Levy Economics Institute of Bard College, 2010.
- CARNEIRO, Ricardo. **O Dólar e seus Rivais**. UNICAMP/Instituto de Economia, Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON). Observatório da Economia Global, Textos Avulsos, nº 1, abril de 2010.
- CARR, Edward Hallett. **Vinte Anos de Crise: 1919 – 1939**. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2001.
- CHEY, Hyoung-kyu. **The Concepts, Consequences, and Determinants of Currency Internationalization**. GRIPPS Discussion Paper 13-03. GRIPS – National Graduate Institute for Policy Studies, 2013.
- CHIN, Gregory; YONG, Wang. China Debates: The Dollar System and Beyond. In: SUBACCHI, Paola; DRIFILL, John (edit.). **Beyond the Dollar: Rethinking the International Monetary System**. Londres: Royal Institute of International Affairs, 2010.
- CHINA'S Capitalist Revolution. Direção de Rob Coldstream. Londres: Brook Lapping Productions, 2009.
- CINTRA, Marcos A. M.; MARTINS, Aline R. A. O papel do dólar e do renminbi no sistema monetário internacional. In: CINTRA, Marcos A. M.; MARTINS, Aline R. A. (org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013.
- COHEN, Benjamin J. **Money, Power, Authority**. Santa Barbara: University of California, Santa Barbara, 2014.
- COHEN, Benjamin J. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. **Open Economies Review**, [s.l.], v. 23, p.13-31, 2011.
- COHEN, Benjamin J. **The Future of Reserve Currencies**. Finance and Development, setembro de 2009.

- COHEN, Benjamin J. The Yuan Tomorrow?: Evaluating China's Currency Internationalization Strategy. **New Political Economy**, 2012. Disponível em: <http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/recent/pdfs/New_Pol_Econ_2012_article.pdf>
- CONTI, Bruno M.; PRATES, Daniela M.; PLIHON, Dominique. O Sistema Monetário Internacional e seu Caráter Hierarquizado. In: CINTRA, Marcos A. M.; MARTINS, Aline R. A. (org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013. p. 23-84.
- CUNHA, André Moreira; BIANCARELI, André Martins; PRATES, Daniela Magalhães. A diplomacia do yuan fraco. **Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 3, p.527-562, setembro/dezembro de 2007.
- DATHEIN, Ricardo. Sistema Monetário Internacional e Globalização Financeira nos Sessenta Anos de Bretton Woods. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Rio de Janeiro, nº 16, p. 51-73, junho de 2005
- D'ARISTA, Jane. The evolving international monetary system. **Cambridge Journal Of Economics**, [s.l.], v. 33, n. 4, p.633-652, 1 jul. 2009. Oxford University Press.
- DOOLEY; Michael P.; FOLKERTS-LANDAU, David; GARBER, Peter. **An Essay on the Revived Bretton Woods System**. NBER Working Paper No. 9971. Cambridge: National Bureau of Economic Reserach, 2003.
- EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.
- EICHENGREEN, Barry. **História e reforma do Sistema Monetário Internacional**. Artigo apresentado no Seminário “Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional”. Promoção FUNAG/CEBRAP. Traduzido do inglês por Regina Meyer Branski. São Paulo: agosto de 1994.
- EINCHENGREEN, Barry J. **Privilégio exorbitante: a ascensão e a queda do dólar e o futuro do sistema monetário internacional**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- FAN, Zhai. **RMB Internationalization and China's Financial Liberalization**. China Investment Corporation, 2012. 13 slides, colorido. Disponível em: <<http://www.oecd.org/finance/financial-markets/49700722.pdf>>.
- FIORI, José Luís. Estados, moedas e desenvolvimento. In: FIORI, José Luís (org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999.
- FIORI, José Luís. O sistema interestatal capitalista no início do século XXI. In: FIORI, José Luís; MEDEIROS, Carlos; SERRANO, Franklin. **O mito do colapso do poder americano**.

Rio de Janeiro: Record, 2008.

FLANDREAU, Marc; JOBST, Clemens. The Empirics of International Currencies: Network Externalities, History and Persistence. **The Economic Journal**, 119, p. 643–664. Abril de 2009

GENBERG, Hans. **Currency internationalisation: analytical and policy issues**. Working Papers, No 312009. Hong Kong Institute for Monetary Research, 2009.

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

KENEN, Peter B. Currency internationalisation: an overview. In: Bank of International Settlements. **Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific**. BIS Papers, No 61, dezembro de 2011.

KISSINGER, Henry. **Sobre a China**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2011.

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. **Economia Internacional: teoria e política**. Pearson, 2005.

MATEOS Y LAGO, Isabelle; DUTTAGUPTA, Rupa; GOYAL, Rishi. **The Debate on the International Monetary System**. IMF Staff Position Note, International Monetary Fund, 2009.

MAZIAD, Samar et al. **Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance Between Risks and Rewards**. IMF Staff Discussion Note, SDN/11/17. International Monetary Fund, outubro de 2011.

MEARSHEIMER, John J. **The tragedy of great power politics**. Nova York: W.W. Norton, 2003.

MEDEIROS, Carlos A. Desenvolvimento econômico e ascensão nacional: rupturas e transições na Rússia e na China. In: FIORI, José Luís; MEDEIROS, Carlos; SERRANO, Franklin. **O mito do colapso do poder americano**. Rio de Janeiro: Record, 2008.

MEDEIROS, Carlos A.; SERRANO, Franklin. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORI, José Luís (org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999.

MCCAULEY, Robert. **Renminbi Internationalisation and China's financial development**. BIS Quarterly Review, dezembro de 2011.

NONNENBERG, Marcelo J. B. **China: Estabilidade e Crescimento Econômico**. Texto para discussão N° 1470. Brasília: IPEA, fevereiro de 2010.

SCANDUCCI FILHO, José G. Além da Teoria da Estabilidade Hegemônica. In: CINTRA, Marcos A. M.; MARTINS, Aline R. A. (org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013.

- SEITENFUS, Ricardo. **Relações Internacionais**. Barueri: Manole, 2004.
- SERRANO, Franklin. A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000. In: FIORI, José Luís; MEDEIROS, Carlos; SERRANO, Franklin. **O mito do colapso do poder americano**. Rio de Janeiro: Record, 2008.
- SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, julho/dezembro 2002.
- SERRANO, Franklin. Relações de Poder e a Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível. In: FIORI, José Luís. (org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004
- SHAIKH, Anwar. The Intelligent Reader's Guide to the International Monetary Muddle. **Challenge**, Vol. 16, número 1, p. 52-56, março/abril de 1973.
- SILVA, Luiz A. S. O Desenvolvimento de Zonas Monetárias Regionais. In: CINTRA, Marcos A. M.; MARTINS, Aline R. A. (org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013a.
- SILVA, Luiz A. S. Propostas de Reforma do Sistema Monetário Internacional. In: CINTRA, Marcos A. M.; MARTINS, Aline R. A. (org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013b.
- Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. **RMB Internationalisation: Implications for the global financial industry**. SWIFT White Paper, 2011.
- SPENCE, Jonathan D. **Em busca da China Moderna: Quatro séculos de história**. São Paulo: Schwarcz, 1996.
- TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: FIORI, José Luís; TAVARES, Maria da Conceição (org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1998.
- THE WORLD BANK. Data: Total reserves (includes gold, current US\$). Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>>