



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
SISTEMA DE BIBLIOTECAS DA UNICAMP  
REPOSITÓRIO DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA E INTELLECTUAL DA UNICAMP



**Versão do arquivo anexado / Version of attached file:**

Versão do Editor / Published Version

**Mais informações no site da editora / Further information on publisher's website:**

[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1415-98482007000300006](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-98482007000300006)

**DOI:** 10.1590/S1415-98482007000300006

**Direitos autorais / Publisher's copyright statement:**

©2007 by UFRJ/Instituto de Economia. All rights reserved.

DIRETORIA DE TRATAMENTO DA INFORMAÇÃO  
Cidade Universitária Zeferino Vaz Barão Geraldo  
CEP 13083-970 – Campinas SP  
Fone: (19) 3521-6493  
<http://www.repositorio.unicamp.br>

# A DIPLOMACIA DO YUAN FRACO\*

*André Moreira Cunha*\*\*

*André Martins Biancareli*\*\*\*

*Daniela Magalhães Prates*\*\*\*\*

**RESUMO** O presente trabalho analisa as conexões entre a estratégia chinesa de desenvolvimento de longo prazo e as políticas de gestão da taxa de câmbio e dos fluxos de capitais. Argumenta-se que as segundas estão subordinadas às primeiras. Mais do que isso, o novo regime cambial implementado em 2005 é um bom exemplo de como as autoridades chinesas administram tensões contraditórias entre as pressões políticas e econômicas internas e externas.

**Palavras-chave:** China; diplomacia do *yuan*; políticas de desenvolvimento

**Código JEL:** F31; P48

## THE YUAN DIPLOMACY

**ABSTRACT** This paper analyses the connections between Chinese long-term development strategy and the policies regarding exchange rate regime and capital flows management. We argue that the second has been subordinated to the former. Mo-

---

\* Artigo recebido em 14 de dezembro de 2006 e aprovado em 7 de agosto de 2007. Versão atualizada (julho de 2007) do trabalho apresentado no XII Encontro Nacional de Economia Política, Vitória, junho de 2006. O título é inspirado na análise clássica da Professora Maria da Conceição Tavares sobre a importância da política de reafirmação do dólar para a “retomada” da hegemonia norte-americana. Os autores agradecem os comentários dos pareceristas anônimos, que, desde logo, estão isentos de responsabilidades pelos eventuais equívocos do trabalho.

\*\* Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e pesquisador do CNPq, e-mail: amcunha@hotmail.com

\*\*\* Pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do IE/Unicamp e doutorando do IE/Unicamp, e-mail: andremb@eco.unicamp.br

\*\*\*\* Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, diretora adjunta do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do IE/Unicamp e pesquisadora do CNPq, e-mail: daniprates@eco.unicamp.br

reover, the new exchange rate regime, implemented in 2005, is a good example of how Chinese authorities manage contradictory internal and external economic and political pressures.

**Key words:** China; *yuan* diplomacy; development policies

## INTRODUÇÃO

Nesse início de século XXI, o intenso movimento das placas tectônicas da geopolítica e da geoeconomia nos autoriza questionar se as teses sobre o “fim da história” não foram, no mínimo, precipitadas. Ao invés da afirmação da emergência de uma ordem liberal — política e econômica — sob a liderança incontestada dos Estados Unidos<sup>1</sup> (EUA, de agora em diante), se está assistindo à emergência de uma realidade global bem mais complexa, na qual poderes emergentes aspiram a um maior espaço na determinação dos vetores fundamentais que, desde hoje, estão moldando o futuro (Fiori, 2004). Em especial, a impressionante trajetória de crescimento econômico da China traz importantes desafios tanto para a potência hegemônica quanto para os demais países do centro e da periferia capitalista.

Na perspectiva chinesa, expressa pelo Governo e por acadêmicos, haveria uma opção pela “ascensão pacífica”<sup>2</sup> à condição de grande potência (Bijian, 2005; Mahhubani, 2005; Zweing & Jianhai, 2005). A economia, ancorada por uma política externa cada vez mais ativa, daria a base de sustentação da trajetória de “retomada” de um papel de maior protagonismo do país na arena internacional. Trata-se, portanto, de uma estratégia política de longo prazo, na qual a adesão aos mecanismos de mercado para regular parcelas crescentes do mundo da produção e distribuição da riqueza é um instrumento do objetivo maior da modernização chinesa (Saich, 2004; Woo, 2005), e não um fim em si mesmo determinado pela adesão a uma pretensa (e definitiva) ordem liberal do mundo pós-guerra fria. O sucesso da estratégia chinesa contrasta com as experiências frustradas de *big bang* na transição das economias de planejamento central do antigo bloco soviético ou de implementação do Consenso de Washington na América Latina (Rodrik, 2005). Nesses dois casos, a substituição de modelos de modernização fortemente centrados no papel do Estado como promotor do crescimento por modelos baseados no binômio “abertura-desregulamentação” mostrou-se questionável em seus resultados econômicos e sociais. Ao contrário, a globalização, especialmente em sua dimensão financeira, não foi capaz de realizar as promessas de crescimento e estabilidade (Prasad *et al.*, 2003) anunciadas a partir do final dos anos 1980.

Recoloca-se, assim, um tema tão caro à tradição da economia política, qual seja, dos “estilos de desenvolvimento” ou das formas alternativas de

modernização capitalista, em que a via anglo-saxônica ou liberal tem por antagonismo conceitual os distintos modelos de “capitalismo organizado” (Zysman, 1983). Por muito tempo — pelo menos até meados da década de 1980 — os modelos alemão e japonês — este replicado pelos *newly industrialized countries* (NICs) asiáticos, especialmente Coréia do Sul e Taiwan — mostraram um elevado dinamismo. A complementaridade entre “Estado” e “mercado” e a subordinação do mundo das finanças aos interesses desenvolvimentistas eram apontadas como elementos virtuosos. Nos anos 1990, o que era virtude passou a ser compreendido como fragilidade. No caso asiático, a crise financeira de 1997-1998 foi apontada por muitos críticos do “capitalismo organizado” como a prova definitiva dos desvios causados pela tentativa do Estado de direcionar as forças de mercado. Todavia, a própria recuperação dos países da região e a manutenção do *drive* chinês, que está transformando as relações econômicas regionais e internacionais (Medeiros, 2006), nos impõem uma reflexão mais cuidadosa sobre as relações entre política e economia. Como sugerem Dooley *et al.* (2005), os países periféricos bem-sucedidos na promoção do crescimento vêm perseguindo os ecos das estratégias desenvolvimentistas e intervencionistas — especialmente no que se refere à regulação dos mercados financeiros — que viabilizaram a reconstrução européia e japonesa no pós-guerra.

De fato, a China tem uma estratégia de longo prazo, cujos vetores centrais nos permitem especular sobre a existência de uma hierarquia de determinantes, em que a economia e os “mercados” aparecem como instrumentos da afirmação de uma certa visão política. Esta, por sua vez, também poderia ser vista como um meio para o alcance de um objetivo ainda mais amplo, o qual é traduzido aqui, ainda que especulativamente, da seguinte forma: a China é percebida como uma civilização em busca de espaços de reprodução e afirmação em uma realidade internacional complexa, em que não parece ser possível qualquer estratégia de “isolamento”, tanto na esfera política quanto na econômica. Assim, a expansão das bases materiais da sociedade torna-se fonte de acumulação de poder. O desenvolvimento econômico é um objetivo e, ao mesmo tempo, um pré-requisito para a existência da nação, sua coesão interna e proteção externa. As políticas econômicas nas mais diversas dimensões funcionam de forma subordinada ao objetivo maior de fortalecimento e perpetuação da nação (ou civilização) chinesa.<sup>3</sup>

É nesse contexto mais amplo que o presente artigo tem por objetivo compreender a mudança recente em um dos principais aspectos da política macroeconômica da China, qual seja, seu regime cambial e de gestão dos fluxos financeiros internacionais. Depois de anos de forte pressão externa, o Banco do Povo da China (BPoC) anunciou, em julho de 2005, a adoção de um sistema de flutuação administrada com base em uma cesta de moedas. Após mais de uma década de câmbio fixo, em que o *yuan renminbi*<sup>4</sup> mantinha uma vinculação direta com o dólar norte-americano (somente dólar, de agora em diante), aquela mudança introduziu a possibilidade de uma maior flexibilidade na relação entre a moeda chinesa e as principais divisas-chave da economia internacional. Argumenta-se ao longo deste trabalho que a nova política cambial chinesa deve ser compreendida à luz da estratégia desenvolvimentista do país. O ajuste tático representado por tal mudança não parece significar um desvio fundamental no foco de longo prazo anteriormente explicitado.

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

Além desta introdução, os argumentos estão organizados da seguinte forma. Na seqüência são apresentados os elementos centrais da assim chamada “ascensão pacífica” da China, identificando-se os pontos de atrito potencial com o *hegemon* e de criação de externalidades (positivas e negativas) sobre os países periféricos. Destacam-se os vínculos cada vez mais profundos entre a China e os países do Pacífico Asiático, e a relação entre esse espaço regional e os EUA. Aqui reside o núcleo mais dinâmico de crescimento dessa economia cada vez mais globalizada. Dado esse marco mais geral, re-torna-se para a “esfera econômica” com o intuito de sinalizar as transforma-

ções recentes da economia mundial que estão por detrás das formas de gestão da moeda chinesa e dos fluxos de capitais. Com os vetores da política e da economia demarcados analisa-se a racionalidade da nova política cambial chinesa. Seguem algumas considerações finais.

### 1. POR QUE “DIPLOMACIA DO YUAN FRACO”?

#### ALGUMAS CONSIDERAÇÕES SOBRE A SUBORDINAÇÃO DA ECONOMIA À POLÍTICA NO “CAPITALISMO ORGANIZADO” EM GESTAÇÃO NA CHINA

O novo regime cambial veio à luz em um momento em que cresciam as pressões oficiais e de mercado sobre a moeda chinesa. Nos últimos anos, várias análises<sup>5</sup> apontavam que a rigidez na relação entre o dólar e o *yuan* estaria dificultando a redução dos desequilíbrios internacionais de pagamentos. Esperava-se que uma valorização do *yuan* poderia fazer com que a taxa de câmbio real e efetiva do dólar caísse o suficiente para reverter a trajetória explosiva dos *deficits* em transações correntes dos EUA. Por conta de tal expectativa, a China passou a experimentar uma maior absorção de capitais de curto prazo, que passaram a apostar em um *yuan* mais forte nos mercados futuros (tabela 1). O debate em torno do nível da taxa de câmbio de “equilíbrio” do *yuan* vincula a presença crescente da China no comércio internacional à manipulação da taxa de câmbio. Tal competitividade seria espúria na visão de muitos, denotando a perseguição de uma estratégia mercantilista por parte da China. Todavia, os estudos empíricos que buscam definir tal nível de “equilíbrio”, longe de lançarem luz sobre o tema, acabam gerando mais divergências, na medida em que apontam resultados muito dispersos, que vão desde a ausência de subvalorização até níveis em que esta atinge cerca de 50%. É bem verdade que predominam os resultados que reafirmam a percepção convencional de um “*yuan fraco*”.<sup>6</sup>

É importante destacar que até agora (julho de 2007) a apreciação do *yuan* em face do dólar tem oscilado entre 3% — em 2005 e 2006 — e a 7% em 2007 (IMF, 2006b; Goldstein, 2007), sugerindo que o novo regime cambial chinês tenderá a refletir a disposição dos *policymakers* chineses em promover um ajuste “gradual” e “adaptativo” no valor externo de sua moeda. Tal opção precisa ser compreendida a partir da necessidade da China de administrar uma série de tensões contraditórias, especialmente no que se

**Tabela 1: Indicadores macroeconômicos da China, 1996-2007**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*	2007*
<b>1. Renda e Preços (% – variação anual)</b>												
PIB Real	9,6	8,8	7,8	7,1	8,0	8,3	9,1	10,0	10,1	9,9	10,7	10,0
Inflação (IPC)	8,3	2,8	-0,8	-1,4	0,4	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	2,8	2,7
<b>2. Setor Externo (US\$ bilhões)</b>												
Balança Comercial	20	46	47	36	34	34	45	44	59	134	216	307
Exportações (FOB)	151	183	184	195	249	266	326	438	593	762	970	1,214
Importações (CIF)	132	136	137	159	215	232	281	394	534	628	754	907
Conta Corrente	7	37	32	16	21	17	35	46	69	161	250	350
Conta Capital e Financeira	40	21	(6)	8	2	35	32	53	111	63	41	30
Investimento Direto Externo (líquido)	38	42	41	37	38	37	47	47	53	68	69	74
<b>Memória</b>												
Reservas Oficiais (US\$ bilhões)	108	143	150	158	169	219	295	412	619	826	1,066	1,246
Conta Corrente (% do PIB)	0,9	4,1	3,3	1,6	1,9	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2	9,5	11,3
<b>3. Finanças Públicas (% do PIB)</b>												
Balanco Global	-1,6	-1,8	-3,0	-4,0	-3,6	-2,7	-3,0	-2,4	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1
Receitas	11,2	12,1	13,0	14,3	15,3	15,1	15,9	16,2	16,6	17,5	18,3	19,0
Despesas	12,8	14,0	16,1	18,3	18,9	17,9	18,9	18,6	18,1	18,8	19,5	20,0
<b>4. Moeda e Taxa de Juros</b>												
<b>(% – variação anual)</b>												
Moeda Ampla (M2)	25,3	17,3	15,3	14,7	12,3	14,4	16,8	19,6	10,9	13,6	nd	nd
Taxa de Juros (depósitos de um ano)	7,5	5,7	3,8	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,1	2,3	nd	nd

(\*) Para 2006 e projeções 2007, utilizou-se CountryInfobase Deutsche Bank (<http://www.dbresearch.com>) e do FMI, em maio de 2006.

Fonte: [www.imf.org](http://www.imf.org) – China Article iv Consultation (diversos anos).

refere ao objetivo de preservar sua trajetória de crescimento e modernização *versus* reduzir um conjunto de pressões externas — que vêm de fontes oficiais e privadas, cujos interesses comerciais, financeiros e geopolíticos se chocam com o papel cada vez mais ativo do país na ordem internacional — e internas — derivadas dos desequilíbrios criados com a rapidez de sua expansão. É nesse sentido que se faz necessário um olhar sobre a estratégia de “ascensão pacífica” da China, aqui apresentada em suas linhas gerais, nos termos anunciados pelos próprios chineses para, então, verificar os pontos de contato mais imediatos com a temática principal deste trabalho.

O Governo chinês trabalha com um horizonte de longo prazo para a realização plena dos objetivos de modernização (Saich, 2004; Woo, 2005).<sup>7</sup> Em meados de 2030, sua população se estabilizaria ao redor de 1,5 bilhão de habitantes, e somente em 2050, ao fim desse processo, a renda *per capita* atingiria um nível intermediário. O foco no crescimento<sup>8</sup> e na melhoria das condições de vida da população em geral foi estabelecido já em 1978, quando as lideranças do Partido Comunista Chinês (PCC), sob a batuta de Deng Xiaoping, iniciaram o processo de reconversão e abertura da economia. O “caminho do desenvolvimento para uma ascensão pacífica” pretendia utilizar os instrumentos de mercado, especialmente para absorção de tecnologia e capacidades administrativas do Ocidente. Em um sentido contrário à tese de Kennedy (1987), a economia e não a “guerra”<sup>9</sup> garantiria o “espaço vital” da expansão chinesa. É por isso que Bijian (2005) afirma que “a mais significativa decisão estratégica feita pelos chineses foi a de abraçar a globalização, ao invés de rechaçá-la”. Contudo, não se pode confundir essa opção como a adesão aos princípios do neoliberalismo. A complexidade da dinâmica de modernização da China vem impondo um lento, gradual e controlado processo de incorporação/adaptação dos mecanismos de mercado, como sugerem, dentre outros, Ramo (2004), Flassbeck (2005), Rodrik (2005), Wu (2005) e Medeiros (2006).

Os planejadores da burocracia chinesa<sup>10</sup> e as lideranças do PCC estão conscientes das tensões provocadas pelo crescimento acelerado.<sup>11</sup> Em particular, preocupam-se em evitar os desequilíbrios distributivos, tanto funcionais quanto regionais, a escassez de matérias-primas e os problemas ambientais. No discurso oficial, a abertura não pode suprimir a busca da independência, e o imperativo da eficiência econômica não deve se sobre-

por à harmonia e coesão da sociedade. O avanço tecnológico não pode comprometer a incorporação de mão-de-obra. O sucesso das zonas costeiras modernas deve ser gradualmente replicado no interior, no que vem se denominando uma “corrida ao oeste”. Não à toa, os investimentos públicos, especialmente em infra-estrutura e habitação popular, vêm se constituindo nos instrumentos de sustentação do ritmo de crescimento nos momentos de desaceleração das exportações.<sup>12</sup>

O rápido desenvolvimento chinês tem chamado a atenção da comunidade internacional, na medida em que gera externalidades que podem ser percebidas (potencialmente) como ameaças, especialmente nas áreas militar e de segurança energética. Ademais, apesar do avanço do último quarto de século, os níveis de renda do país (em termos absolutos e *per capita*) e sua constelação de recursos naturais e populacionais sugerem a necessidade da manutenção do crescimento, bem como evidenciam alguns de seus limites. A escassez potencial de energia, matérias-primas para a produção industrial e alimentos estaria no centro das preocupações do Governo chinês. Esse ponto, também destacado por Medeiros (2006), Zweing & Jianhai (2005), Mahbubani (2005) e Jisi (2005), tem moldado a política externa chinesa em pelo menos três dimensões: (i) a busca de fontes de energia, especialmente petróleo e gás, o que tem levado a China a se aproximar de países que fazem parte da área de influência dos EUA ou, mesmo, que estão em confronto com o *hegemon*, como Irã, Venezuela e Sudão;<sup>13</sup> (ii) complementando a “diplomacia do petróleo”, a China tem anunciado investimentos em diversas economias periféricas<sup>14</sup> e mesmo economias avançadas ricas em recursos naturais (como Canadá e Austrália),<sup>15</sup> com vistas à ampliação das fontes de suprimento de insumos estratégicos; para tanto utiliza seus “campeões nacionais”, os conglomerados estatais eleitos para nuclear o esforço industrializante (Medeiros, 2006), e que vêm sendo incentivados pelo Governo a avançar em seus processos de internacionalização; e (iii) um aprofundamento das relações econômicas no plano regional, tanto pela via usual dos fluxos de comércio e investimento quanto pela construção de laços institucionais mais sólidos, em que o país busca cooptar vizinhos que poderiam, em princípio, ser deslocados dos mercados globais por força da concorrência chinesa e que passam a ter no próprio mercado chinês uma fonte substituta de dinamismo.

A China tem se consolidado como o principal centro dinâmico do Pacífico Asiático. O país absorve mais de 40% dos investimentos diretos direcionados para a região. Como veremos na seqüência, uma parcela considerável desses recursos se origina na própria Ásia, especialmente no Japão, Coréia do Sul e Hong Kong. O comércio bilateral tem crescido fortemente, com a China posicionando-se como importador líquido de insumos e equipamentos mais sofisticados dentro da região, e exportador líquido de manufaturas para os mercados ocidentais.<sup>16</sup> A sua estratégia macroeconômica de procurar preservar o crescimento via *drive* exportador, combinando uma gestão mais estrita do câmbio e dos fluxos de capitais, parece estar sendo compartilhada por outros países da região. Tal opção é compreensível tendo por pano de fundo a experiência dos anos 1990 de liberalização financeira e crise. Depois de 1998, muitas economias asiáticas passaram a ter como estratégia (implícita ou explícita) a criação de colchões de liquidez (em dólares) suficientemente elásticos para afastar o que se passou a perceber na região como um risco inerente ao processo de globalização, qual seja, o de crises financeiras geradas pela conversibilidade da conta capital. A racionalidade de tal proteção é admitida até por seus críticos (Eichengreen, 2004), e evidenciada pela sensível melhoria das contas externas e reversão da vulnerabilidade que precedeu a crise de 1997-1998. Para a China, em particular, aquela crise determinou um olhar mais cauteloso sobre a globalização financeira. Antes dela, o país havia anunciado a intenção de tornar a conta capital plenamente conversível no ano 2000. Depois da crise, tal tendência reverteu-se, e o país passou a acumular mais reservas (Prasad & Wei, 2005).

A China tem sido o motor do cada vez mais intenso processo de integração comercial e financeira da região asiática. Em termos mais amplos, o crescimento chinês respondeu por um quarto da expansão do comércio mundial em 2002 e 2003, e por cerca de 15% em 2004, um ano marcado por uma sensível recuperação da demanda mundial. O efeito China tem se manifestado no aumento na demanda internacional de *commodities*,<sup>17</sup> o que contribuiu para uma forte expansão nos preços dos produtos agrícolas e minerais nos últimos três anos. Aqui, quando se toma em perspectiva o comércio intra-regional, deve-se ressaltar a complementaridade entre a estrutura produtiva e comercial da China com os demais países da região. Assim, por exemplo, no setor agropecuário, a China é exportadora de produtos

temperados para os países da Asean,<sup>18</sup> enquanto importa produtos tropicais. Esse fato vem garantindo a viabilização do acordo de cooperação que tem por objetivo criar uma área de livre comércio China-Asean, a ser implementada entre 2010 e 2015. Nesse processo, foram reduzidos os impostos de importação dos produtos primários de origem agropecuária para níveis entre 0 e 5%. O comércio nesse setor vem crescendo a um ritmo de 15% ao ano entre tais países (World Bank, 2005).

Por outro lado, países com estruturas produtivas mais complexas que a China, como Japão, Taiwan e Coréia, vêm se tornando fontes importantes de suprimento de máquinas e equipamentos que dão sustentação a um ritmo intenso de ampliação dos investimentos no setor produtivo industrial. Capital e tecnologia fluem na forma financeira — via investimento direto externo — ou na importação de equipamentos modernos. Somente quatro economias da região, Hong Kong, Japão, Coréia e Taiwan, vêm respondendo por cerca de 60% do IDE absorvido pela China.<sup>19</sup> A demanda chinesa por matérias-primas e equipamentos fica patente no fato de suas importações passarem de uma média mensal de US\$ 20 bilhões no começo de 2002 para mais de US\$ 50 bilhões/mês no final de 2004, início de 2005 — valor que segue crescendo para algo em torno de US\$ 70 bilhões/mês em 2006 (IMF, 2006b).<sup>20</sup> Segundo as estimativas do Banco Mundial, entre 2002 e 2004 as importações chinesas foram responsáveis por metade do crescimento das exportações dos demais países da região (World Bank, 2005:17). No primeiro semestre de 2006, a China já respondia por um quarto das exportações totais dos países de renda mais elevada na região e por cerca de 10% do total exportado pelos países da Asean (IMF, 2006c). Por outro lado, a presença cada vez mais forte das exportações chinesas em terceiros mercados tem se revelado um importante desafio tanto para os países que apresentam vantagens comparativas semelhantes às chinesas, pela abundância relativa de mão-de-obra barata, quanto para países como a Coréia, que dependem sensivelmente do *drive* exportador em manufaturados mais sofisticados.<sup>21</sup>

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

lizado) a emergência de um novo bloco geopolítico mais orgânico. Por isso é importante atentar para a importância regional e global da manutenção do quadro de crescimento com relativa estabilidade verificada no último decênio, quando as taxas de crescimento se estabilizaram em um nível elevado e, simultaneamente, a inflação se mostrou sob controle, conforme pode ser observado na tabela 1 anexa. Com a expansão das receitas públicas, os *deficits* fiscais são reduzidos e o Governo chinês pode manter taxas de juros baixas, o que viabiliza a estratégia de esterilização das maciças intervenções no mercado cambial.<sup>22</sup> Há, evidentemente, a consciência de que o ritmo de acumulação de reservas da ordem de US\$ 200 bilhões por ano gera pressões expansionistas sobre a liquidez doméstica e, potencialmente, os preços e a dívida pública. Aparentemente, os níveis inflacionários moderados, especialmente quando se compara a *performance* dos primeiros 15 anos de modernização (Woo, 2005), parecem ser o resultado da combinação de alguns fatores: (i) os ganhos de produtividade; (ii) a pressão sobre os salários urbanos derivada do contingente de trabalhadores rurais subempregados; e (iii) a manutenção adequada de suprimentos de alimentos e matérias-primas produzidos internamente e, principalmente, negociados em bases de longo prazo com fornecedores estrangeiros (IMF, 2006b). Por sua vez, a dívida pública de cerca de 17% do PIB no final de 2006 tende a crescer por força não só da política de esterilização derivada das intervenções oficiais no mercado cambial, mas, principalmente, da necessidade de equacionar passivos quase fiscais, como os empréstimos problemáticos do sistema financeiro e a dívida externa de empresas estatais. Esses dois problemas potenciais — esterilização e passivos quase fiscais — vêm sendo incorporados nas análises de sustentabilidade fiscal da China. Não parece haver — até o presente momento — sinais de que a solvência fiscal esteja ameaçada a médio prazo, o que não significa dizer que aquelas questões sejam de menor importância.<sup>23</sup>

Ainda assim é importante notar que, desde a crise financeira de 1997-1998, há, na região, um esforço crescente de institucionalização da cooperação econômica, tanto no comércio quanto nas finanças. Medidas recentes, como os acordos de *swap* da Iniciativa de Chiang Mai, os “Asian Bond Market Initiatives” — uma série de medidas voltadas ao aprimoramento dos mercados de capitais da região, com o intuito de viabilizar a fixação das

poupanças na região — e a idéia de criação de um Fundo Monetário Asiático (inicialmente esboçada pelos japoneses em 1997 e retomada pelo Banco Asiático de Desenvolvimento em 2005), além de diversos acordos de livre comércio, vêm dando vida ao que se pode perceber como a busca politicamente consciente de se ampliar margens de manobra para a realização de estratégias desenvolvimentistas em um novo ambiente de globalização econômica com predomínio das finanças privadas.

Os anteriores reforçam a concepção aqui exposta da “diplomacia do *yuan* fraco”, na medida em que a gestão da taxa de câmbio e dos fluxos financeiros globais guarda uma relação estreita com a necessidade de se manter o ritmo de crescimento acelerado e inserção pragmática na economia globalizada. Pode-se inclusive especular sobre a emergência de uma nova fase da internacionalização chinesa. No quarto de século que se seguiu à abertura promovida por Deng Xiaoping, tratava-se de priorizar a absorção de capitais (na forma de investimentos diretos e não de dívida) e tecnologia, além de ampliar a geração de divisas por meio do comércio internacional. Com uma capacidade para exportar mais robusta, a China pôde minimizar o temor da escassez de alimentos e matérias-primas, o que seria um limite objetivo à continuidade do crescimento. Em uma “fase dois”, o país parte para a internacionalização de seus capitais e da sua moeda. Desde 2001 o Governo vem estimulando os investimentos internacionais das estatais em áreas estratégicas, bem como permitindo que seus vizinhos utilizem o *yuan* para liquidar pagamentos no comércio bilateral regional. Assim, na “fase um”, a manutenção da moeda “subvalorizada” em termos do dólar norte-americano funcionava como um apoio adicional ao *drive* exportador. Na “fase dois”, a moeda chinesa segue mirando o dólar, porém não se pode descartar a funcionalidade do fortalecimento do *yuan* em linha não só com o crescimento da produtividade local como, também, da internacionalização dos capitais chineses.<sup>24</sup>

## 2. O NOVO REGIME CAMBIAL:

### CIRCUNSTÂNCIAS DE IMPLEMENTAÇÃO E PERSPECTIVAS

O debate em torno do nível de equilíbrio do *yuan* e da política cambial chinesa está diretamente associado à questão dos desequilíbrios de pagamentos internacionais. Desde o começo da década de 2000 os *deficits* em conta cor-

rente dos EUA vêm se aprofundando, apesar da depreciação nominal do dólar em face de outras divisas-chave, principalmente o euro, e moedas de vários países emergentes. Vários analistas e *policymakers* têm sugerido que a China estaria adotando uma estratégia do tipo mercantilista ao, conscientemente, perseguir a manutenção de um “*yuan* fraco”, que, segue o argumento, impediria um ajuste de preços — por meio do realinhamento das taxas de câmbio bilaterais — e quantidades — pela ampliação da absorção doméstica chinesa associada ao aumento de importações de bens e serviços provenientes dos EUA. Sem a pretensão de esgotar esse interessante e complexo debate, este foi organizado em dois subtópicos: na seqüência resgatamos os principais aspectos do debate em torno do papel da China nos desequilíbrios de pagamentos internacionais; depois, analisa-se o novo regime cambial chinês.

### **2.1 A China e os desequilíbrios de pagamentos internacionais**

Na virada do milênio eram evidentes os sinais de que a economia internacional caminhava sobre uma linha tênue: de um lado, a crescente internacionalização e o otimismo em torno das virtudes do crescimento em um ambiente de inovações tecnológicas e desregulamentação dos mercados; de outro, a percepção de que a globalização em curso não se revelava capaz de criar condições mais amplas de acesso à prosperidade para os países periféricos. Desde 1997, os mercados financeiros mostravam-se retraídos, especialmente no que se refere ao direcionamento de recursos para os países em desenvolvimento. A crise asiática havia se tornado um ponto de inflexão, na medida em que fez crescer o questionamento de algumas das ilusões anteriores das virtudes da globalização financeira. Depois dela não se poderia mais ignorar que o ambiente de globalização das finanças era suscetível a movimentos de contração capazes de afetar mesmo economias com um histórico de estabilidade macroeconômica e crescimento sustentável. As recorrentes crises financeiras, que atingiram os principais mercados emergentes — Coréia do Sul, Tailândia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Rússia, Brasil, Argentina, Turquia, para citar alguns — e os países centrais — a quebra do fundo de investimentos norte-americano *Long Term Capital Management* e o estouro da bolha acionária nos EUA, entre 2000 e 2003, em meio a vários escândalos corporativos — levaram muitos analistas a sugerir que a economia global poderia estar próxima de uma grave crise sistêmica, semelhante à dos anos

1930.<sup>25</sup> A tensão geopolítica do período que se seguiu aos ataques de 11 de setembro reforçou a leitura de que poderíamos estar entrando em uma nova era de instabilidade, muito distante das promessas de um “fim da história” (Fiori, 2004).

Todavia, apesar da contração do crescimento da renda e do comércio entre os anos 2001 e 2003, o mundo não experimentou nenhuma crise sistêmica. Pelo contrário, já a partir de meados de 2003 a economia internacional demonstrava estar em uma trajetória sólida de recuperação. Depois da retração no ritmo de crescimento de seus principais pólos dinâmicos, os elevados estímulos fiscais e monetários nas economias centrais, especialmente nos EUA, garantiram o quadro atual de incomum convergência de estímulos positivos, quais sejam: (i) elevado crescimento, com a economia mundial adentrando, em 2007, seu quinto ano consecutivo de expansão em níveis próximos a 5% a.a.; (ii) crescimento “espraiado” por todas as regiões, com a América Latina e África crescendo às maiores taxas dos últimos 30 anos; (iii) inflação moderada, apesar do crescimento do preço da energia e das *commodities* em geral; (iv) forte expansão do comércio internacional, tanto em termos de volume quanto, principalmente, de preços; (v) que, por sua vez, ajuda a explicar o crescimento com melhoria nas solvências externa e fiscal de países periféricos exportadores de recursos naturais; e (vi) uma abundante liquidez financeira, que vem favorecendo a manutenção de um ambiente global de baixas taxas de juros reais e de elevação nos preços de diversos ativos financeiros — imóveis, ações, moedas e instrumentos de dívidas emitidos nos países centrais e periféricos — e não financeiros, como as próprias *commodities* energéticas, minerais e alimentos (IMF, 2006; BIS, 2007).

A gestão macroeconômica contracíclica dos países centrais, mais intensa nos Estados Unidos, pavimentou o caminho da recuperação, mas criou, em paralelo, as condições de reprodução de um conjunto de desequilíbrios que hoje ameaçam a continuidade do ambiente corrente de relativa estabilidade macroeconômica e crescimento elevado. As baixas taxas de juros e a redução de impostos vêm alimentando a expansão dos gastos privados na economia norte-americana. Os níveis de endividamento são preocupantes (Papadimitriou *et al.*, 2005), e os preços de diversos ativos financeiros, especialmente os imóveis,<sup>26</sup> também vinham crescendo em um ritmo que vem

sendo apontado como insustentável (IMF, 2006, BIS, 2007). No *front* externo tais desequilíbrios se manifestam nos elevados *deficits* em conta corrente dos EUA, que passaram de um patamar abaixo de 2% do PIB, no começo dos anos 1990, para 4%, no final da década, atingindo cerca de 6% no triênio 2004-2006. No atual ciclo político o *deficit* externo vem sendo acompanhado por *deficits* fiscais também crescentes, dados os significativos estímulos de redução de impostos e ampliação de gastos ocorridos depois de 2001. Note-se que, no mesmo período, os *superavits* em conta corrente da China passaram a crescer vigorosamente, atingindo mais de 9% do PIB em 2006 (tabela 1 e gráfico 1).

Em uma perspectiva mais ampla, verifica-se, nos EUA, que as famílias e empresas também apresentam níveis recordes de endividamento, o que caracterizaria a emergência de uma situação de elevada fragilidade financeira.<sup>27</sup> O modelo de crescimento liderado pelo consumo e amparado por um elevado endividamento se traduziria em estímulos à produção mundial em regiões emergentes, que passaram a absorver, nas últimas duas décadas, uma parcela crescente da capacidade produtiva mundial. A contrapartida para a ampliação da posição devedora líquida dos EUA<sup>28</sup> estaria no aumento da posição credora do resto do mundo, implicando “exportação de poupança” por parte de economias centrais e periféricas (Bernanke, 2005). Países estruturalmente superavitários, especialmente em conta corrente, como Japão, China, Coreia do Sul, outras economias asiáticas emergentes, os países da região do euro, exportadores de petróleo e, desde 2003, os latino-americanos, vêm financiando os “*deficits* gêmeos” norte-americanos pela reconversão de seus *superavits* externos em reservas, as quais são aplicadas em ativos financeiros denominados em dólares norte-americanos. Os Bancos Centrais dos países asiáticos vêm desempenhando um papel de destaque nesse processo.

Assim, a questão dos *deficits* em conta corrente dos EUA aparece na linha de frente do debate atual sobre os desequilíbrios de pagamentos da economia internacional. Há aqui algumas linhas distintas de argumentação. Dooley *et al.* (2005) sugerem que os *deficits* externos dos EUA são uma fonte de estímulo ao desenvolvimento de regiões emergentes, especialmente na Ásia e, particularmente, da China.<sup>29</sup> Eles seriam sustentáveis por um longo período de tempo, na medida em que a estratégia desenvolvimentista asiáti-

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

Por outro lado, tem predominado entre alguns analistas a perspectiva que considera os crescentes *deficits* dos EUA um elemento potencialmente desestabilizador de uma conjuntura global que se revela excepcionalmente favorável desde 2003.<sup>30</sup> Aqui, cresce o consenso de que o ajuste para os “desequilíbrios” globais passaria por um realinhamento de moedas, no qual os países asiáticos, notadamente a China, deveriam aceitar uma maior flexibilidade em suas taxas de câmbio. A valorização da moeda chinesa (em face do dólar) viria a se somar à apreciação de outras moedas, como o euro, permitindo uma depreciação mais significativa da taxa de câmbio real e efetiva do dólar, o que, por sua vez, garantiria uma acomodação dos desajustes comerciais bilaterais, pelo aumento das exportações líquidas dos EUA. Os países que estão sendo pressionados para absorver os novos ajustes cambiais, e aqui o caso chinês segue na linha de frente, passaram a argumentar que a origem dos “desequilíbrios” estaria não em suas políticas macroeconômicas “defensivas” ou “mercantilistas”, mas sim no baixo nível de poupança norte-americana — o que é um eufemismo para o “excesso de gasto”. Por essa ótica, a correção viria, principalmente, de um ajuste fiscal do Governo dos EUA e de um aumento da sua poupança privada e pública.<sup>31</sup> Admite-se que a China apresenta “desequilíbrios estruturais”, especialmente na composi-

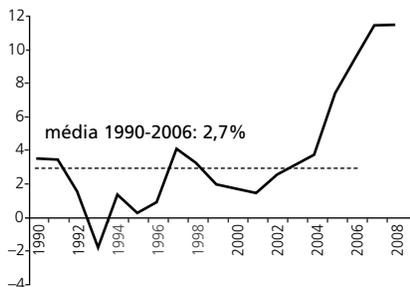
ção do gasto agregado, excessivamente dependente dos investimentos, especialmente das estatais, e das exportações. Porém, analistas asiáticos consideram um reducionismo considerar que a política cambial chinesa está no centro dos problemas de desequilíbrios de pagamentos (Woo, 2005). Mussa (2005), Goldstein (2005), IMF (2006) e BIS (2007), dentre outros, enfatizam a necessidade de se combinar políticas que alterem os níveis de gasto — com moderação no expansionismo estadunidense e aumento na absorção doméstica de China, Japão e Europa — e permitam seu redirecionamento por meio de um ajuste das taxas de câmbio que efetivamente garanta uma queda no nível real e efetivo do dólar.

Em decorrência desse debate, caberia verificar: (i) se, de fato, há um desalinhamento do *yuan* com respeito a alguma medida de equilíbrio que justifique os argumentos de “manipulação” intencional da política cambial para manter o *yuan* fraco; e (ii) em que medida a estratégia chinesa de acumulação de reservas permite o financiamento da conta corrente dos EUA. Esses pontos serão retomados no próximo item.

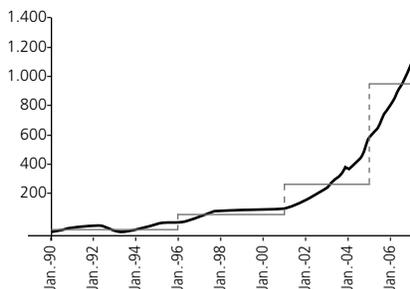
## 2.2 A gestão cambial e dos fluxos de capitais

A gestão macroeconômica da China guarda relação estreita com sua estratégia de crescimento de longo prazo. Esse fato aparece de forma mais explícita na gestão cambial e dos fluxos financeiros. No que tange ao primeiro elemento, o país tem procurado manter uma taxa de câmbio competitiva, o que se traduz pelas maciças intervenções no mercado cambial, que fizeram com que as reservas internacionais superassem a casa de US\$ 1 trilhão em 2006. Dessa forma, é contida uma natural tendência de valorização do *yuan renminbi* em face do dólar estadunidense, dados os mega-*superavits* em conta corrente e no conjunto do balanço de pagamentos. Nos gráficos 1 a 3 é possível constatar que: (i) os já elevados *superavits* em conta corrente passaram a crescer de forma exponencial no começo da década de 2000, atingindo mais de 9% do PIB em 2006 e podendo chegar à casa de 11% em 2007 e 2008; (ii) isso tem determinando uma aceleração na acumulação de reservas, tanto em termos absolutos (gráfico 2) quanto em termos de variação mensal (gráfico 3); (iii) os níveis médios de reservas internacionais passaram de um patamar entre US\$ 50 bilhões e US\$ 150 bilhões nos anos 1990, para US\$ 400 bilhões até 2005, e, depois deste ano, quando da implementa-

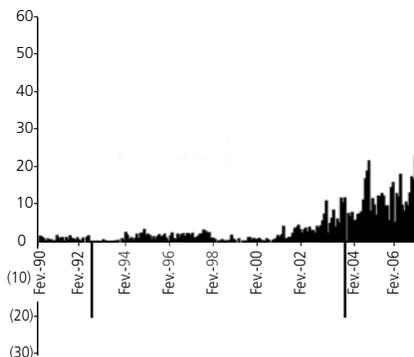
**Gráfico 1: Saldo em conta corrente da China, 1990-2008\* (% do PIB)**



**Gráfico 2: Reservas internacionais da China jan. 1990-fev. 2007 (US\$ bilhões)**



**Gráfico 3: Variação mensal das reservas internacionais da China fev. 1990 – fev. 2007 (US\$ bilhões)**



Fonte: IFS – IMF. Elaborado pelos autores.

(\*) Para 2006 e projeções 2007-2008 utilizou-se o CountryInfobase Deutsche Bank (<http://www.dbresearch.com>).

ção do novo regime cambial, US\$ 1 trilhão; (iv) as variações mensais passaram de US\$ 20 bilhões em 2006 para mais de US\$ 50 bilhões no começo de 2007. Vale dizer, a despeito do novo regime cambial, os mega-*superavits* em conta corrente vêm se aprofundando, bem como a acumulação de reservas.

No que se refere aos fluxos de capitais, pode-se perceber uma inflexão liberalizante que, todavia, vem sendo moldada de forma a atender aos interesses estratégicos mais gerais. No quarto de século que se seguiu à abertura promovida por Deng Xiaoping, tratava-se de priorizar a absorção de capitais (na forma de investimentos diretos e não de dívida) e tecnologia, além de ampliar a geração de divisas por meio do comércio internacional. Com uma capacidade para exportar mais robusta, a China pôde minimizar o temor da escassez de alimentos e matérias-primas, o que seria um limite objetivo à continuidade do crescimento. Em um novo momento, já no século XXI, o país partiu para a internacionalização de seus capitais e da sua moeda. Conforme destacado anteriormente, desde 2001, através de políticas como o “Going Global”,<sup>32</sup> o governo vem estimulando os investimentos internacionais das empresas nacionais, especialmente as estatais, em áreas estratégicas, bem como permitindo que seus vizinhos utilizem o *yuan* para liquidar pagamentos no comércio bilateral regional.

O Governo chinês tem procurado manejar de forma pragmática a gestão dos fluxos financeiros. Há incentivos tributários para a atração de IDE e, ao mesmo tempo, várias restrições para o seu direcionamento interno e para a constituição de passivos internacionais em instrumentos de dívida. É bem verdade que no período recente os créditos comerciais têm crescido de importância. Ademais, gastos diversos vêm sendo flexibilizados, como em turismo e aquisição de ativos no exterior, especialmente por estatais chinesas em setores considerados estratégicos.<sup>33</sup> Depois da crise financeira de 1997-1998, a burocracia estatal optou por abandonar a meta de plena conversibilidade da conta capital e trabalha em ajustes pontuais que também buscam equilibrar as tensões provocadas pela necessidade de dar continuidade à internacionalização e modernização do país e os riscos associados à instabilidade dos mercados financeiros (Prasad & Wei, 2005). Nesse mesmo sentido, os compromissos de adesão à OMC estão implicando a liberalização financeira interna. Desde dezembro de 2006, os bancos estrangeiros passaram a poder operar plenamente no mercado de varejo chinês. É importante notar

que, em linha com a estratégia mais geral de desenvolvimento e atração de capitais estrangeiros, o Governo está exigindo a constituição de novas empresas, que devem ser fortemente capitalizadas, de modo a fortalecer o (potencialmente frágil) setor financeiro.<sup>34</sup>

Em julho de 2005,<sup>35</sup> a China abandonou o regime de câmbio fixo e adotou um regime de flutuação administrada para o *yuan* tendo por base uma cesta de moedas. Ao anunciar que o país passaria a adotar um regime de flutuação administrada para o *yuan* tendo por base uma cesta de moedas, o Banco do Povo da China abandonou a política de mais de uma década de fixação do valor da moeda chinesa em termos do dólar, com a cotação RMB 8,27 desde 1997.<sup>36</sup> O *renminbi* passou a poder flutuar dentro de uma banda estreita com limite diário de flutuação, inicialmente fixado em 0,3%. Isso pode implicar movimentos mais largos com respeito às moedas que individualmente compõem a cesta, como o dólar. Até agora, a ponderação exata de cada moeda naquela cesta é desconhecida (IMF, 2006b). Estimativas de Eichengreen (2006) sugerem um predomínio absoluto do dólar, bem acima dos cerca de 40 a 50% inicialmente estimados pelos analistas de mercado. Considerava-se então que tal cesta seria composta em função da participação de cada país no comércio exterior chinês,<sup>37</sup> bem como aspectos financeiros, como o perfil da dívida externa da China em termos de denominação monetária e a origem dos fluxos de investimento externo. Assim, tanto do ponto de vista do comércio quanto dos fluxos financeiros, predominaria um “bloco do dólar”, composto pelos EUA e por economias que atrelam o valor de suas moedas ao dólar, *de jure* ou *de facto* (Len, 2005; Prasad & Wei, 2005).

Os objetivos oficiais da reforma no regime cambial parecem dar conta de responder às pressões advindas do Governo e do Congresso dos EUA, que, por sua vez faziam eco a interesses privados, financeiros e não financeiros, em torno de uma eventual valorização da moeda chinesa em face do dólar. Assim, o anúncio do BPOC fala em “...aprimorar o sistema de economia socialista de mercado na China, capacitando os mercados a desempenharem de forma plena a alocação dos recursos...”,<sup>38</sup> e garantir “maior flexibilidade” na relação entre o dólar e o *renminbi* (RMB). Por outro lado, o BPOC manteve o compromisso de atuar no mercado em função de uma estratégia econômica mais ampla, o que fica explícito quando anuncia que “...irá fazer

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

Apesar de o *yuan renminbi* ter registrado uma valorização modesta em face do dólar — algo em torno de 7% (julho de 2007), muito abaixo do valor desejado por analistas e *policymakers* dos EUA (Goldstein, 2005, 2007; Treasury, 2006) —, tratou-se de uma inflexão importante, pois revela como o país maneja o ajuste tático de suas políticas macroeconômicas diante da necessidade de preservar objetivos domésticos e conter pressões externas. Há nessa nova estratégia chinesa um reconhecimento de que os *superavits* em conta corrente e na conta capital podem agravar o quadro de desequilíbrios no comércio internacional, com um potencial político de provocar retaliações sobre o país. A opção de ligar o *yuan* a uma cesta de moedas, enfatizando o caráter “gradual” e “adaptativo” do novo sistema, parece revelar a preocupação do Governo chinês em equilibrar tensões que são contraditórias. No *front* externo, a pressão pela valorização do *yuan* em face do dólar manifesta-se no plano comercial e diplomático, especialmente nas ameaças de retaliações protecionistas dos EUA.

Por outro lado, no plano interno, havia de se compatibilizar um eventual fortalecimento da moeda doméstica com o equilíbrio do sistema financeiro. Nos últimos anos, os bancos chineses foram capitalizados com ativos financeiros denominados em dólares. Com isso, uma valorização do *yuan* nos níveis desejados em Washington e Wall Street — algo entre 10 e 30% — poderia causar um profundo desequilíbrio patrimonial nos bancos chineses, com efeitos potencialmente desestabilizadores sobre o sistema financeiro, em particular, e o conjunto da economia, em uma perspectiva mais geral. Os exemplos recentes da crise financeira japonesa e de outros países asiáticos, como Coréia, Indonésia e Tailândia, parecem assombrar os líderes da tecnocracia econômica chinesa.<sup>39</sup> Em meados de 2005, os empréstimos bancários equivaliam a 145% do PIB, e os depósitos, a 190% do PIB. Para se colocar em perspectiva, o mercado de títulos de dívida tem uma proporção muito menor, 20% do PIB, e é praticamente dominado por títulos públicos. Roubini

& Setser (2005) apontam para a elevada inadimplência no setor bancário, estimando, para dados de 2005, a existência de empréstimos problemáticos que podem oscilar entre 30 e 50% do PIB. Nesse contexto, uma crise bancária teria efeitos profundamente desestabilizadores sobre a economia. Apesar desse risco potencial, tais bancos têm sido fortalecidos pelo aporte de recursos de bancos estrangeiros que se tornaram acionistas (estratégicos) minoritários, bem como com a oferta primária de ações na Bolsa de Hong Kong (IMF, 2006b).

Há, também, uma clara preocupação em estabelecer um padrão de crescimento “sustentável”, o que se traduziu no esforço iniciado em 2003 de frear a expansão dos investimentos industriais, que vêm se situando em níveis superiores a 20% ao ano, já tendo atingido a casa dos 40%. Tal ritmo gera pressões sobre a infra-estrutura dos principais centros industriais, com impactos adicionais sobre o meio ambiente, os preços de *commodities* industriais e a capacidade de gestão política do sucesso econômico, para citar algumas áreas enfatizadas pelos *policymakers* chineses (Roubini & Setser, 2005b). É importante lembrar que desde 2003 a China vem crescendo acima de 10% ao ano (tabela 1), apesar da busca de controle sobre a expansão do crédito. Uma maior flexibilidade cambial ampliaria a autonomia da política monetária, e a valorização controlada do *yuan* permitiria reduzir potenciais pressões inflacionárias e ampliar, gradualmente, a participação do consumo doméstico como fonte de crescimento da demanda. O extraordinário desempenho do comércio exterior chinês em 2005 e 2006 (tabela 1), fruto do descolamento das taxas de crescimento das exportações e importações, é outro sinal de que haveria espaço, do ponto de vista interno, para alguma apreciação cambial.

Observadores ocidentais estão sugerindo que a China deveria adotar uma nova estratégia de crescimento capaz de contribuir para o ajuste dos desequilíbrios de pagamentos globais (World Bank, 2007; IMF, 2006b, 2006c). O excesso de poupança na China (cerca de 40% do PIB) seria a contrapartida da ausência de uma rede de proteção social suficientemente robusta para dar segurança corrente e futura à emergente classe média chinesa de que seu padrão de consumo pode se manter estável ao longo do tempo. Se os chineses ampliassem os gastos correntes em consumo isso poderia significar uma ampliação de importações do resto do mundo, o que reduzi-

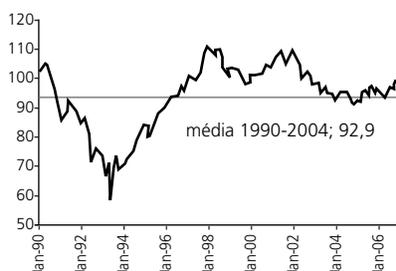
ria o *superavit* em conta corrente chinês, que em 2006 superou os 8% do PIB. Não à toa, tal pressão é ainda mais intensa por parte dos EUA, cujos *deficits* em conta corrente também atingem, ano após ano, níveis recordes, só que negativos. Em 2006 tal lacuna chegou a 6,5% do PIB estadunidense.

Em um horizonte de médio e longo prazos, há desdobramentos adicionais que devem ser considerados com maior atenção. Com uma ligação menos rígida entre o *yuan* e o dólar, o BPOC poderá ter menos incentivos para manter o ritmo atual de aquisição de ativos emitidos nos EUA para a composição de suas reservas. Em tese, quanto mais flexível um regime cambial, mais os ajustes nos fluxos de divisas se dão por mudanças na taxa de câmbio em detrimento de alterações nos níveis de reservas. Tal cenário pode gerar um afrouxamento — mesmo que parcial — na atual simbiose entre as economias norte-americana e chinesa, e que está na base da tese otimista de Dooley *et al.* (2005) em que os *deficits* externos dos EUA poderiam ser facilmente financiados pelos bancos centrais da Ásia. Não que desapareça o interesse desenvolvimentista da China e das demais economias asiáticas em garantir a continuidade do crescimento baseado no consumo (e no endividamento) dos EUA. Mas, sim, porque uma eventual redução no ritmo de aquisição asiática de ativos denominados em dólares, especialmente de dívida pública, poderá contaminar os mercados de dívida, o que poderá levar: (i) a uma elevação mais intensa dos juros longos; e/ou (ii) a um ajuste fiscal mais forte, capaz de sinalizar para a solvência dos papéis governamentais dos EUA.

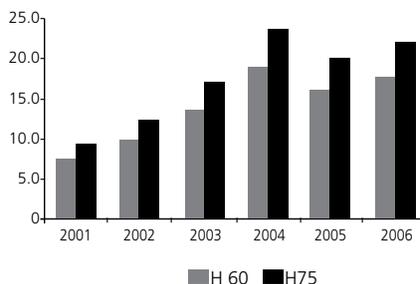
A hipótese anterior ampliaria a possibilidade de uma reversão no quadro atual de expansão na demanda agregada dos EUA, com efeitos potencialmente contracionistas sobre a economia internacional e, em alguma medida, o enfraquecimento das tendências amplamente favoráveis aos países em desenvolvimento hoje em curso. O elevado nível de endividamento das famílias, empresas e Governos nos EUA (Papadimitriou *et al.*, 2005) torna a sua economia significativamente sensível a mudanças abruptas no arranjo corrente de juros baixos e expansionismo fiscal. Ainda que o crescimento da economia chinesa e o *yuan* forte possam, no futuro, ampliar (ainda mais) o papel da China como fonte global de demanda, a possibilidade de uma retração mais intensa da economia norte-americana seguirá ditando os humores dos mercados financeiros e o potencial de crescimento da economia mundial.

Nesse sentido, os gráficos 4 e 5 fornecem indícios adicionais sobre os efeitos de curto prazo da mudança na política cambial chinesa. Em primeiro lugar, não parece haver uma diferença expressiva no comportamento da taxa de câmbio real e efetiva (TCRE) estimada pelo FMI com a introdução do novo regime cambial. O gráfico 4 mostra uma séria histórica da TCRE entre janeiro de 1990 e março de 2007, bem com uma linha que expressa o valor médio nesse período. É possível notar que, desde 2003, a TCRE tem oscilado em torno daquela média, sem nenhuma tendência de sobrevalorização ou subvalorização, ao contrário do que se verificou entre 1992 e 1996, ou entre 1997 e 2002. Conforme já foi apontado anteriormente, analistas têm tentado estimar o nível de equilíbrio do *yuan* e os eventuais “desvios” da taxa nominal com respeito àquele. Não há consenso na literatura empírica, por

**Gráfico 4: Taxa de câmbio real e efetiva da China, jan./1990 – mar./2007**



**Gráfico 5: Taxa de cobertura dos déficits em conta corrente dos EUA por meio das reservas da China, 2001-2006 (%)**



mais que predominem estimativas de que o *renmimbi* estaria algo entre 10 e 30% abaixo do “equilíbrio” (Dunaway & Li, 2005; Cheung, Chinn & Fujii, 2007; Goldstein, 2007). Já o gráfico 5 procura identificar em que medida a estratégia de acumulação de reservas da China estaria contribuindo para financiar os desequilíbrios do balanço de pagamentos dos EUA, nos termos já mencionados anteriormente. Calculou-se um índice de cobertura dos *deficits* em conta corrente dos EUA a partir das variações nas reservas internacionais chinesas. Trata-se de uma razão simples entre uma estimativa da parcela dos fluxos de variações das reservas da China em cada ano que seria direcionada para ativos emitidos nos EUA e o montante, no mesmo ano, do *deficit* em conta corrente estadunidense. Assim, por exemplo, em 2006 as reservas chinesas variaram em US\$ 247 bilhões com respeito ao ano 2005. Sobre esse valor estimaram-se duas alternativas de composição, uma considerando que 60% daqueles fluxos seriam de ativos emitidos nos EUA (H60, no gráfico), outra adotando um parâmetro maior, 75% (H75). Isso gerou duas “coberturas potenciais” nos valores de, respectivamente, US\$ 148 bilhões e US\$ 185 bilhões. Naquele mesmo ano, o *deficit* em conta corrente dos EUA foi de US\$ 857 bilhões. Com isso calcularam-se duas taxas de cobertura, de 17 e 22%, dadas pelo quociente entre os dois valores estimados das coberturas potenciais e o *deficit* estadunidense. O mesmo exercício foi feito para os anos anteriores. Considerou-se o período posterior a 2001, que vem sendo amplamente apontado na literatura como o de agravamento nos desequilíbrios internacionais de pagamentos, tendo centralidade nas relações comerciais e financeiras entre China e EUA.

É importante esclarecer que esse tipo de exercício é altamente especulativo, na medida em que não há informações oficiais precisas sobre a composição das reservas internacionais da China, o que tem levado os especialistas a estimar que os ativos denominados em dólares respondem por alguma coisa entre 60% (estimativas mais conservadoras) a 75% (estimativa mais provável) do total acumulado pelo Governo chinês (Setser, 2007). Foi com base nesses parâmetros que se procurou calcular a contribuição das intervenções oficiais chinesas no mercado cambial no financiamento dos *deficits* em conta corrente dos EUA. Conforme pode ser observado no gráfico 5 é razoável assumir que cerca de 20 a 25% do *deficit* em conta corrente dos EUA

estejam sendo financiados pelo Banco do Povo da China. Nos anos 2005 e 2006, depois da mudança no regime cambial, não parece ter havido qualquer alteração expressiva naquela taxa de contribuição. Ademais, nos termos do minucioso estudo de Setser (2007), é possível imaginar que a contribuição chinesa seja superior, caso sejam incluídas eventuais aquisições de ativos emitidos nos EUA por bancos estatais e outras agências do Governo chinês.

Por fim, um desdobramento recente da situação macroeconômica da China foi o anúncio da criação de uma nova empresa para gerir parte das reservas internacionais.<sup>40</sup> Atualmente estas estão sob o abrigo da Safe (*State Administration of Foreign Exchange*), uma agência estatal que está sob o controle do Banco Central. Estima-se que algo entre 70 e 80% das reservas esteja na forma de títulos da dívida dos EUA (Tesouro e Agências) e em títulos hipotecários estadunidenses. Os títulos públicos pagam taxas de juros relativamente baixas, o que gerou um intenso debate na China e entre analistas especializados em finanças internacionais quando à conveniência de alocar uma parcela desses recursos para outras modalidades de gastos. Em linha com o que foi argumentado anteriormente, houve quem sugerisse que parte das reservas pudesse ser investida no fortalecimento dos gastos públicos em educação, previdência, saúde etc. Isso poderia reduzir a poupança voluntária das famílias, ampliando o potencial de consumo do mercado interno chinês.

Ainda não foi detalhado qual será o montante de recursos e a estratégia operacional da *State Foreign Exchange Investment Company*. Especula-se que a empresa poderá emitir títulos em *yuan* para lastrear a própria política de acumulação de reservas. O enxugamento da liquidez doméstica contribuiria para equilibrar o crescimento e as pressões inflacionárias. Ademais, os recursos também poderiam ser utilizados para aquisição de ativos no exterior capazes de ampliar as linhas estratégicas de busca de segurança energética e alimentar, consideradas pelos chineses pilares fundamentais da política de desenvolvimento. Na medida em que essa nova e (potencialmente) poderosa ferramenta de internacionalização da China for ganhando vida, também ficarão mais claros seus impactos sobre outras economias emergentes.

### 3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Argumentou-se neste trabalho que a implementação do novo regime de câmbio administrado reflete a tendência de subordinação da política econômica aos determinantes da estratégia desenvolvimentista de longo prazo da China. Essa, por sua vez, traduz a opção de afirmação política da nação (e civilização) chinesa nos marcos de uma nova ordem internacional em gestação, em que as ilusões de um pretenso “fim da história” — com a consolidação de uma liderança incontestada dos EUA — parecem perder força a cada dia. Nesse contexto, a “flexibilização” do *yuan* aparece como um movimento tático da China em seu esforço estratégico de manter uma bem-sucedida trajetória de modernização e crescimento econômico. Apesar das críticas de analistas e *policymakers* ocidentais à timidez do ajuste no *yuan*, esse movimento é percebido como um sinal de boa vontade, conforme sugerido por Eichengreen (2006) e admitido pelo Governo dos EUA (Treasury, 2006) — que, ainda assim, segue pressionando a China para ampliar a valorização de sua moeda em face do dólar.

É nesse sentido que a “diplomacia do *yuan* fraco” deve ser compreendida. Não se trata de uma insinuação sobre um certo nível de equilíbrio para a taxa de câmbio real, desde logo um tema que não encontra consenso na literatura empírica. O que se procurou demarcar é que o valor externo do *yuan* e a gestão dos fluxos de capitais são determinados, em última instância, pela ponderação entre os objetivos políticos de longo prazo e a necessidade de adaptação às circunstâncias conjunturais de adaptação da China a um ambiente de internacionalização e de rápidas mudanças estruturais. A burocracia estatal chinesa parece ter consciência de que o país encontra-se em uma situação na qual a força (econômica e política) acumulada nos últimos anos ainda não é suficiente para a afirmação dos seus objetivos estratégicos. Há uma fronteira tênue entre “força” e “fraqueza”, o que impõe o pragmatismo na definição das políticas na área econômica. Todavia, esse fato não impede que os dirigentes tratem o tema cambial como uma questão de “soberania nacional”, termo recorrentemente utilizado por seus altos dirigentes.

Expandindo-se em um ritmo anual acima de 9% no último quarto de século, o país defrontou-se, no período recente, com a necessidade de admi-

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

Assim, parece razoável assumir aqui que a China optou por um modelo “gradual” e “adaptativo” de ajuste no *yuan* e de liberalização financeira. Explorou-se neste artigo o fato de que os desequilíbrios correntes nos pagamentos internacionais vêm sendo amortecidos pela política de aquisição de ativos denominados em dólares realizada pelos bancos centrais asiáticos, com destaque para o Banco do Povo do China. A mudança no regime cambial chinês, mesmo que não confirme as expectativas de um *yuan* consideravelmente valorizado e determinado pelas forças de mercado em um futuro próximo, introduz no horizonte de médio e longo prazos a possibilidade de aquele arranjo perder vitalidade. Segundo as nossas próprias estimativas, isso ainda não havia ocorrido até 2006, o que não impede uma eventual reversão do quadro atual em que cerca de 25% dos *deficits* em conta corrente dos EUA parecem estar sendo financiados pelas intervenções oficiais do Governo chinês no mercado cambial. Ainda assim, pode-se argumentar que se aquela hipótese se verificar, tende a crescer a possibilidade de os EUA te-

rem de ajustar seus desequilíbrios externo e fiscal mediante a elevação do nível de poupança interna — pública e privada —, o que poderia colocar em xeque o padrão corrente de crescimento liderado pelo consumo e endividamento. Ainda é prematuro afirmar que tal desdobramento é inexorável. Todavia, a China está movendo de forma mais explícita suas peças no xadrez geopolítico e geoeconômico internacional, com repercussões que tendem a transbordar cada vez mais para fora da própria China e seu entorno, atingindo os mais distintos mercados — de mercadorias e financeiros — dos países centrais e periféricos.

### NOTAS

1. Não estamos afirmando que a hegemonia norte-americana esteja necessariamente em xeque, especialmente em um horizonte temporal curto. Nossa hipótese aqui é que não se pode tomar como definitiva a imposição global de um certo modelo de organização da sociedade inspirada na tradição política e de estruturação econômica dos EUA. Isso abre espaço para a construção de estratégias distintas de desenvolvimento e inserção internacional.
2. A opção pela “ascensão pacífica” aparece no documento oficial “China’s Peaceful Development Road” (<http://www.china.org.cn/e-white/index.htm>, acessado em dezembro de 2005). Nega-se, portanto, a inevitabilidade da guerra como mecanismo de afirmação de um certo poder que busca espaços de reprodução (Bijian, 2005). Todavia, isso não tem impedido a China de investir em modernização de suas forças armadas. O poder militar, expressão evidente do *hard power* chinês, é objeto de preocupação dos EUA (National Intelligence Council, 2005).
3. Também aqui a China parece reproduzir o “modelo asiático” estabelecido pelo Japão e replicado pelos NICs, conforme argumenta Medeiros (2006). Sobre esse ponto, ver também Best *et al.* (2005), Greenville (2005) e Wu (2005).
4. O  *yuan renminbi* (RMB) é a moeda oficial da China. Eventualmente  *yuan* e  *renminbi* serão utilizados isoladamente ao longo do texto. Devem ser lidos como simplificações de uma mesma unidade monetária.
5. Goldstein (2005) sintetiza esse debate. Referências adicionais aparecem no item 3 do presente trabalho.
6. Dunaway & Li (2005), Goldstein (2007) e Cheung, Chinn & Fujii (2007) oferecem resenhas e estimativas atualizadas. A dispersão dos resultados reflete a adoção de distintas metodologias, períodos e variáveis representativas dos fundamentos econômicos no cálculo do nível de “equilíbrio” do  *yuan*.
7. No 16º Congresso Nacional do Partido Comunista Chinês, realizado em 2002, foram estabelecidas as metas de longo prazo de crescimento (<http://www.china.org.cn/english/>

- features/44506.htm, acessado em dezembro de 2005). Pretendia-se dobrar o PIB em 2010 sob a base de 2000. Em um segundo estágio, o PIB voltaria a dobrar até 2020, quando a renda *per capita* atingiria o nível intermediário de US\$ 3.000. Tal ritmo de expansão deverá ser mantido até meados de 2050. Ou seja, depois de crescer cerca de 9% ao ano no quarto de século que se seguiu ao início do processo de abertura, a China vislumbra a necessidade de sustentar um ritmo ainda elevado de crescimento, na casa de 7% ao ano, pelos 50 anos seguintes.
8. Há aqui uma semelhança com a opção japonesa nos anos 1950 pelo crescimento e contra a remilitarização do país, a despeito das pressões norte-americanas por um maior ativismo do Japão nos conflitos regionais desencadeados pela guerra fria (Best *et al.*, 2005; Greenville, 2005).
  9. “A China não irá seguir o caminho que levou a Alemanha à Primeira Guerra Mundial, e a Alemanha e Japão à Segunda Guerra Mundial, quando esses países pilharam recursos de forma violenta ou perseguiram a hegemonia. Tampouco a China seguirá o caminho das grandes potências que, na guerra fria, competiram pela dominação global. Ao invés disso, a China irá transcender as diferenças ideológicas para aspirar paz, desenvolvimento e cooperação com todos os países do mundo” (Bijian, 2005).
  10. Mahbubani (2005) destaca que o PCC e a burocracia estatal chinesa experimentaram uma profunda transformação nos últimos anos. Mais do que isso, esse analista sugere que a atual geração de lideranças é a melhor que o país dispõe em décadas.
  11. Tal visão oficial está no *white paper* “China’s Peaceful Development Road” (<http://www.china.org.cn/e-white/index.htm>, acessado em dezembro de 2005). As linhas gerais do programa quinquenal para o período 2006-2010, adiantadas em outubro de 2005 pelo comitê central do PCC, ao contrário do que desejariam as demandas ocidentais, enfatizavam outros aspectos que não a ampliação da democracia ou da participação do setor privado na economia: seria necessário tornar o dinamismo menos desigual em termos regionais, menos dependente do investimento e menos poluente, além de socialmente mais inclusivo. Ver, a respeito, Five more years, *The Economist Print Edition*, 13/10/2005 e China contemplates change, *The Economist Global Agenda*, 17/10/2005 ([http://www.economist.com/agenda/displaystory.cfm?story\\_id=5014759](http://www.economist.com/agenda/displaystory.cfm?story_id=5014759), acessado em janeiro de 2006).
  12. Esse ponto está muito bem analisado em Medeiros (2006) e Unctad (2005), de modo que não nos prenderemos a detalhes aqui.
  13. O Oriente Médio respondeu, em 2004, por 45% das importações de petróleo da China. Naquele ano o presidente chinês Hu Jintao reuniu-se com a Liga Árabe, comprometendo-se em estabelecer um “novo tipo de parceria” com os países da região. O Irã, que responde por 11% das importações chinesas de petróleo, receberá US\$ 70 bilhões em investimentos da estatal chinesa Sinopec. Será construído um megagasoduto que ampliará significativamente a oferta de gás nos próximos 30 anos. Em contrapartida, Teerã se comprometeu a vender petróleo para a China, a preços de mercado, nos próximos 25 anos. A diplomacia do petróleo também avançou no continente africano, que responde por quase 30% das importações da China. Somente o Sudão responde por 5% das com-

- pras da China. Em função da “guerra ao terrorismo”, o Governo dos EUA vem limitando a possibilidade de as empresas do país realizarem negócios, o que ampliou as oportunidades para os chineses. Atualmente, a China manteria cerca de 4 mil homens “não uniformizados” para proteger seus interesses no Sudão. Diante da contrariedade dos EUA, os chineses respondem que ao país não interessa os conflitos religiosos locais e que “negócios são negócios”. Na América Latina, além da ampliação do comércio em geral, que chegou à casa de US\$ 40 bilhões em 2004, um valor cinco vezes superior ao verificado em 1999, entre 2003 e 2004, em diversas visitas diplomáticas, inclusive do presidente Jintao, foram anunciadas propostas de investimentos da ordem de US\$ 20 bilhões, com ênfase na área de energia (Zweing & Jianhai, 2005).
14. Prasad & Wei (2005) reportam um movimento de expansão de investimento externo originado na China e estimulado pelo Governo — desde 2001 estão sendo implementadas medidas de desregulamentação da conta capital com esse intuito. Em 2004, teriam sido perto de US\$ 4 bilhões, dos quais metade para a América Latina e 40% para países asiáticos. A preocupação dos norte-americanos com a crescente presença chinesa na América Latina aparece de forma clara em Ellis (2005).
  15. Vários acordos têm sido realizados com o Canadá para cooperação na área de energia. Um exemplo recente (abril de 2004) foi o firmado entre a estatal Petrochina e o gigante canadense Enbridge para construir um oleoduto de US\$ 2 bilhões, com o objetivo de direcionar a produção canadense para o litoral do Pacífico com vistas à exportação para a China. Há também o interesse na reservas canadenses de areia betuminosa (as maiores do mundo), produto considerado estratégico pelo Governo norte-americano, que vê com preocupação essa aproximação chinesa. A China também já substituiu os EUA como segundo principal parceiro comercial da Austrália, e vem comprando volumes crescentes de *commodities* estratégicas, como carvão, minério de ferro, além de gás natural. Com vínculos econômicos cada vez mais sólidos, Pequim obteve, em 2004, uma declaração do Governo australiano de que não se colocaria na defesa de Taiwan. Isso significa um desalinhamento frontal com a posição dos EUA (Zweing & Jianhai, 2005).
  16. Entre 2000 e 2004, o *superavit* do comércio chinês com os EUA e a Europa pulou de US\$ 37 bilhões para US\$ 115 bilhões. Com respeito à Ásia, o *deficit* passou de US\$ 13 bilhões para US\$ 30 bilhões (IMF, 2006; Prasad & Wei, 2005).
  17. Para se tomar um dos exemplos mais expressivos, basta lembrar que a China foi responsável por um quinto da demanda mundial por produtos minerais em 2004. Ademais, o crescimento anual de sua demanda esteve na casa dos 16% entre 1997 e 2004, o que representou 60% da procura mundial naquele período (World Bank, 2005:22).
  18. Association of South-East Asian Nations (Associação das Nações do Sudeste Asiático).
  19. Dados de Prasad & Wei (2005:41). Em 2003, por exemplo, 33% do IDE originaram-se em Hong Kong; 9,4%, no Japão; 8,4%, na Coreia; e 6,3%, em Taiwan. É importante observar que, por ser uma praça financeira internacional, uma parcela não desprezível do IDE de Hong Kong representa, em última instância, capitais da própria China e de terceiros países que fazem arbitragem regulatória com vista à obtenção de vantagens tributárias.

20. Para se colocar em perspectiva, a China importa em um mês e meio o que o Brasil importa em um ano.
21. Rajan (2005) analisa os aspectos de complementaridade e concorrência entre China e os demais países da região.
22. Uma análise das características de longo prazo do crescimento chinês e seus desequilíbrios está em Woo (2005).
23. A dívida pública chinesa é considerada baixa — cerca de 17% do PIB em 2005 e 2006 —, sendo a menor entre as principais economias asiáticas (Aric, 2007). Ademais, corresponde à metade da média das economias emergentes, tomando-se as estimativas mais recentes do BIS (2007:44). De acordo com as estimativas do FMI (IMF, 2006b), em diferentes cenários de *stress* sua trajetória estaria longe de ser explosiva. Alguns analistas sugerem que a estratégia de sobre acumulação de reservas poderia — potencialmente e em um futuro não precisado claramente — gerar perdas patrimoniais ao Banco Central chinês (Roubini & Setser, 2005 e 2005b). Por sua vez, o FMI aponta que passivos quase fiscais, especialmente a carteira de empréstimos potencialmente problemáticos dos bancos públicos, seriam as ameaças (potencialmente) maiores à solvência fiscal chinesa. Por outro lado, mesmo que a dívida pública suba para algo entre 40 e 50% do PIB chinês, algo especulado por alguns analistas (IMF, 2006b), em parte devido à política de esterilização, isso não significaria, necessariamente, um quadro de insolvência. Até porque a situação fiscal corrente vem se fortalecendo com o próprio crescimento da economia — os *deficits* orçamentários vêm caindo de forma vigorosa, de cerca de 2% do PIB para menos de 1% do PIB. Por fim, as reservas internacionais chegaram a 2007 a mais de 40% do PIB, cerca de três vezes mais do que o valor de 1997. Com isso, mesmo com um forte crescimento da dívida pública bruta, a dívida líquida estaria em patamares confortáveis.
24. Essa é uma afirmação ainda especulativa, mas que deve pautar nossos esforços futuros de compreensão da estratégia chinesa.
25. Um exemplo típico é Krugman (1999). Ali podem ser encontradas as referências desse “debate”.
26. Em 2004, a variação anual dos preços dos imóveis atingiu níveis recordes nos EUA, sendo também altista em vários outros países (BIS, 2007).
27. Papadimitriou *et al.* (2005) realizam uma análise detalhada do endividamento norte-americano a partir de um referencial teórico que valoriza a tradição keynesiana-minskyana.
28. Goldstein (2005) lembra que, em meados dos anos 1970, a posição credora líquida dos EUA (ativos líquidos) equivalia a 25% do PIB. Em 2004, aquela posição tornou-se devedora em 25% do PIB. Os cenários projetados por Mussa (2005), que consideram a manutenção de *deficits* em conta corrente em cerca 3% do PIB, implicariam elevação dos passivos líquidos (dívida externa líquida) dos EUA para 50% do PIB, nível em que se estabilizariam. Caso os *deficits* em conta corrente permanecessem na trajetória atual, a dívida externa líquida poderia chegar a 100% do PIB.

29. O comércio bilateral EUA-China tem crescido de forma exponencial. Entre 1995 e 2005, a corrente de comércio passou de cerca de US\$ 50 bilhões para mais de US\$ 300 bilhões — uma expansão de 500%. No mesmo período, o total de exportações e importações da China passou de US\$ 280 bilhões para US\$ 1,4 trilhão — 400% de incremento. A balança comercial foi deficitária em US\$ 200 bilhões em 2005 — o que equivale a um quinto do *deficit* comercial total. Tais valores seguem crescendo em 2006. Note-se que em 1995 o *deficit* era de US\$ 34 bilhões, seis vezes inferior ao verificado em 2005 (The US-China Business Council — <http://www.uschina.org/statistics/tradetable.html>, acessado em dezembro de 2006).
30. Alguns exemplos nesse sentido são Bergsten (2004), Roubini & Setser (2005), Eichengreen (2004), Frankel (2005), Summers (2004) e Goldstein (2005).
31. O debate aqui retoma os contornos verificados na primeira metade dos anos 1980, quando os EUA pressionavam Japão e Alemanha para assumirem o ônus do ajuste dos desequilíbrios nos balanços de pagamentos. A desvalorização coordenada do dólar, depois do Acordo do Plaza, foi uma das respostas mais evidentes da tensão política da época.
32. A política de *Going Global* pretende consolidar “campeões nacionais” eleitos para nuclear o esforço industrializante (Lunding, 2006; Medeiros, 2006), e que vêm sendo incentivados pelo Governo a avançar em seus processos de internacionalização. Os conglomerados estatais na área de petróleo e gás, como a Sinopec, CNOOC e a Petrochina, representam a articulação entre a busca de segurança energética, a política externa e a estratégia de crescimento de longo prazo. Ainda na área de *commodities* há outros gigantes com controle ou participação estatal, como a Aluminum Corporation of China (Chalco) e a Baosteel. No setor de bens de consumo, telecomunicações e produtos eletrônicos, há empresas como Huawei, TCL, Lenovo, Boe Technology e Galanz. Há, ainda, corporações que estão em trajetória de internacionalização em setores como alimentos e bebidas (Tsingtao, Cofco International), comércio e navegação (China Ocean Shipping Group, Sinochem Corp) e construção civil (China State Construction and Engineering Company). Todas essas empresas aparecem nas listas de maiores transnacionais oriundas de países em desenvolvimento e, algumas estão entre as maiores de seus respectivos setores em nível internacional, mesmo quando se incluem empresas dos países industrializados.
33. Os investimentos externos diretos líquidos da China no exterior passaram de US\$ 1,8 bilhão, em 2004, para cerca de US\$ 11 bilhões, em 2005. Esse valor equivaleu a um quinto dos investimentos diretos recebidos pelo país em 2005 (IMF, 2006b).
34. Alguns dos principais *players* internacionais — Citibank, HSBC, Bank of American, Goldman Sachs e American Express — já estavam posicionados no mercado chinês, através de parcerias minoritárias com bancos estatais, ou atendendo a clientes corporativos, especialmente os estrangeiros. O que se está abrindo no momento é o segmento comercial de varejo, com a ampliação dos segmentos de operações liberadas junto às pessoas físicas. O Banco do Povo da China exige que as novas empresas sejam constituídas com um capital mínimo de US\$ 124 milhões e que façam provisões adicionais de US\$ 12,5 milhões para

- cada nova agência aberta (“Bancos estrangeiros iniciam corrida por US\$ 4,3 trilhões na China”, *Folha de S. Paulo*, 11/12/2006).
35. A Malásia fez o mesmo movimento, abandonando o câmbio fixo e adotando uma flutuação administrada. De acordo com o FMI (IMF, 2006c), as economias asiáticas têm se preocupado em não “descolar” o valor de suas moedas com respeito ao *yuan* para não perder competitividade nos mercados ocidentais.
  36. É importante lembrar que a opção chinesa de não desvalorizar o *yuan* quando da crise asiática foi um elemento estabilizador da região (Medeiros, 2006; Prasad & Wei, 2005).
  37. Na média do período 2001-2003, Japão e EUA participaram com um pouco mais de 15% da corrente de comércio chinesa (que foi de US\$ 850 bilhões ou 60% do PIB, em 2003), com os países da região do euro respondendo por cerca de 10%, e a Coreia do Sul com 7%. Estimativas do autor com base no *Asian Development Bank Key Indicators 2004* (acessado em julho de 2005 no site [http://www.adb.org/Documents/Books/Key\\_Indicators/2004/default.asp](http://www.adb.org/Documents/Books/Key_Indicators/2004/default.asp)).
  38. Public Announcement of the People’s Bank of China on Reforming the RMB Exchange Rate Regime – <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6400&id=542>. July 21, 2005, acessado em agosto de 2005.
  39. Uma análise detalhada dos riscos envolvidos na (então possível) valorização do *yuan* sobre o sistema financeiro chinês pode ser encontrada em Roubini & Setser (2005b).
  40. O anúncio se deu em fevereiro de 2007 (New Firm to Tap Forex Reserves, *China Daily*, February 2, 2007, <http://www.china.org.cn/english/BAT/198601.htm>). Duas análises interessantes sobre o potencial dessa nova empresa são: China Confirms Agency for Forex Reserves, *Financial Times* (<http://www.ft.com/cms/s/f006cc9e-ce01-11db-b5c8-000b5df10621.html>); e Problem for China: Where to Park Funds, *International Herald Tribune* (<http://www.iht.com/articles/2007/03/05/news/yuan.php?page=3>). Acessados em março de 2007.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARIC. *Asia Economic Monitor*. Asian Regional Integration Center. Manila: Asian Development Bank, July, 2007.
- BERGSTEN, F. *The IMF and Exchange Rates*. Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate. Washington, DC: Institute for International Economics, May 19, 2004.
- BERNANKE, B. *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Washington, DC: Federal Reserve Board, 2005. (acessado em abril de 2005).
- BEST, A.; HANHIMAKI, J. M.; MAIOLO, J. A. SCHULZE, K. *International History of the Twentieth Century*. Nova York: Routledge, 2005.
- BIJIAN, Z. China’s Peaceful Rise to Great Power Status. *Foreign Affairs*, Nova York: Council of Foreign Relations, v. 84, n. 5, 2005.

- BIS. *77st Annual Report*. Basle: Bank of International Settlement, 2007.
- CHEUNG, Y.; CHINN, M. D.; FUJII, E. The Overvaluation of Renminbi Undervaluation. *NBER Working Paper*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n. 12850, January, 2007.
- DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. International Financial Stability, Deutsche Bank, 2005. (<http://econ.ucsc.edu/~mpd/> – acesso em julho de 2006).
- DUNAWAY, S.; LI, X. Estimating China's "Equilibrium" Exchange Rate. *IMF Working Paper*. Washington, DC: International Monetary Fund, 05/2002, 2005.
- EICHENGREEN, B. Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. *NBER Working Papers*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n. 10.497, 2004.
- . *China's Exchange Rate Regime: the long and short of it*. Columbia University's conference on Chinese money and finance held in Nova York on February 2-3, 2006 (<http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/>)
- ELLIS, R.E. (2005). *U.S. National Securities Implications of Chinese Investments in Latin America*. Carlisle, PA: Strategic Studies Institute, U.S. Army War College (<http://www.carlisle.army.mil/ssi/> – acessado em dezembro de 2006).
- FIORI, J.L. *O Poder Americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- FLASSBECK, H. China's Spectacular Growth since the Mid-1990s : Macroeconomic Conditions and Economic Policy Changes. In: UNCTAD. *China in a Globalizing World*. Nova York e Geneva: United Nations, 2005.
- FRANKEL, J. On the Renminbi: the choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate. *NBER Working Paper*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n. 11274, 2005.
- GOLDSTEIN, M. What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like? *IIE Working Paper*, Washington, DC: Institute for International Economics, 05-7, 2005.
- . A (Lack of) Progress Report on China's Exchange Rate Policies. *IIE Working Paper*, Washington, DC: Institute for International Economics, 07-05, 2007.
- GREENVILLE, J. A. S. *A History of the World: from the 20th to the 21st century*. Nova York: Routledge, 2005.
- IMF. *World Economic Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund, september, 2006.
- . *People's Republic of China: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2006b.
- . *Asia-Pacific Regional Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2006c.
- JISI, W. China's Search for Satability with America. *Foreign Affairs*, Nova York: Council of Foreign Relations, v. 84, n. 5, 2005.
- KENNEDY, P. *The Rise and Fall of the Great Powers*. Nova York: Random House, 1987.
- KRUGMAN, P. *The Return of Depression Economics*. Nova York: W.W. Norton & Company, 1999.

- LEN, S. L. China has a wider basket than I had thought. *Global Economic Form*, 12th august, 2005. (acessado em agosto de 2005 no site: <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050812-fri.html#anchor1>).
- LUNDING, A. *Global Champions in Waiting*. Frankfurt: Deutsche Bank Research, 2006.
- MAHBUBANI, K. Understanding China. *Foreign Affairs*, Nova York: Council of Foreign Relations, v. 84, n. 5, 2005.
- MEDEIROS, C. A. A China como um duplo pólo na economia mundial e a recentralização da economia asiática. *Revista de Economia Política*, v. 26, n. 3, jul./set., 2006.
- MUSSA, M. Sustaining global growth while reducing external imbalances. In: BERGSTEN, F. *The United States and the World Economy: policies for the next decade*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2005.
- NATIONAL INTELLIGENCE COUNCIL. *Mapping the Global Future*. Washington, DC: National Intelligence Council, 2005.
- RAJAN, R. Foreign Direct investment and the internalization of production in Asia-Pacific region: issues and policy conundrums. *Asia-Pacific Trade and Investment Review*, Bangkok, Thailand: United Nation Economic and Social Commission for Asia and the Pacific, v. 1, n. 1, april, 2005.
- RAMO, J. C. *The Beijing Consensus*. Londres: The Foreign Policy Centre, [s.d.], 2004.
- RODRIK, D. Growth Strategies. In: AGHION, P.; DURLAUF, S. (Eds.). *Handbook of Economic Growth*. North-Holland, 2005.
- . (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>), 2003.
- ROUBINI, N.; SETSER, B. *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon?* The risk of a hard landing in 2005-2006. Nova York University, fev. 2005 (acessado em fevereiro de 2005 no site: <http://www.rgemonitor.com>).
- . *The China Trip*, 2005b (acessado em junho de 2005 no site: <http://www.rgemonitor.com>).
- PAPADIMITRIOU, D. B.; SHAIKH, A.; SANTOS, C. H.; ZEZZA, G. How Fragile is the U.S. Economy? *Strategic Analysis*, Nova York: The Levy Economic Institute of Bard College, march, 2005 ([www.levy.org](http://www.levy.org)).
- PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S.; KOSE, M. A. *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, 2003. ([www.imf.org](http://www.imf.org)).
- . WEI, S. The Chinese Approach to Capital Inflows: patterns and possible explanations. *IMF Working Paper*, Washington, DC: International Monetary Fund, 05/79, 2005.
- SAICH, T. *Governance and Politics of China*. Nova York: Palgrave Macmillan, 2004.
- SETSER, B. *Estimating the Currency Composition of China's Reserves*, may 2007 ([www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com), capturado em junho de 2007).
- SUMMERS, L. H. *The United States and the Global Adjustment Process*. Speech at the Third Annual Stavros S. Niarchos Lecture. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004.

- TREASURY. *Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies*. Washington, DC: The United States Department of Treasury, may, 2006.
- UNCTAD. *Trade and Development Report*. Geneva: United Conference on Trade and Development, 2005.
- WORLD BANK. *AEP Regional Overview*, Washington: World Bank, april, 2005.
- . *China Quarterly Update*. Washington, DC: World Bank, February, 2007.
- WOO, W. T. The Structural Nature of Internal and External Imbalances in China. The Brookings Institution, December 29, 2005 (<http://www.brookings.edu/views/papers/20060908woo.htm>)
- WU, J. *Understanding and Interpreting Chinese Economic Reform*. Mason: Thomson, 2005.
- ZWEING, D.; JIANHAI, B. China's Global Hunt for Energy. *Foreign Affairs*, Nova York: Council of Foreign Relations, v. 84, n. 5, 2005.
- ZYSMAN, J. *Government, Markets and Growth: financial systems and politics of industrial change*. Ithaca: Cornell University Press, 1983.