



**A EXPERIÊNCIA CHINESA DURANTE OS ANOS 2000-2019: UMA  
PERSPECTIVA ALTERNATIVA EM TERMOS DE POLÍTICA  
MACROECONÔMICA**

**Autor:** João Guilherme Marques Augusto Monteiro

**Orientador:** Prof. Dr. Roberto Alexandre Zanchetta Borghi

Campinas

2020

João Guilherme Marques Augusto Monteiro

**A EXPERIÊNCIA CHINESA DURANTE OS ANOS 2000-2019: uma perspectiva  
alternativa em termos de política macroeconômica**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Campinas, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Alexandre Zanchetta Borghi

**CAMPINAS**

**2020**

Ficha catalográfica  
Universidade Estadual de Campinas  
Biblioteca do Instituto de Economia  
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

M764e Monteiro, João Guilherme Marques Augusto, 1998-  
A experiência chinesa durante os anos 2000-2019 : uma perspectiva alternativa em termos de política macroeconômica / João Guilherme Marques Augusto Monteiro. – Campinas, SP : [s.n.], 2020.

Orientador: Roberto Alexandre Zanchetta Borghi.  
Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Macroeconomia. 2. Política monetária. 3. Política cambial. 4. China. I. Borghi, Roberto Alexandre Zanchetta, 1986-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações adicionais, complementares

**Título em outro idioma:** The Chinese experience during the years 2000-2019: an alternative perspective in terms of macroeconomic policy

**Palavras-chave em inglês:**

Macroeconomics

Monetary policy

Fiscal policy

Exchange rate policy

China

**Titulação:** Bacharel em Ciências Econômicas

**Banca examinadora:**

Bruno Martarello de Conti

**Data de entrega do trabalho definitivo:** 18-12-2020

*Ao meu pai e minha mãe, Edimarcio e Margarete.*

*“Dou valor às coisas não por aquilo que valem, mas por aquilo que significam”.*

*Gabriel García Márquez.*

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a meus pais, Edimarcio e Margarete, por todo o apoio incondicional prestado até aqui. Sem o esforço e a dedicação incansável deles, nada teria sido possível. À minha irmã, Ana Carolina, e ao meu irmão, Paulo Henrique, também expresse minha profunda gratidão. E muito obrigado também a toda minha família, por ser a base que me sustenta desde o princípio.

Agradeço imensamente ao meu orientador, Roberto Alexandre Zanchetta Borghi, que muito contribuiu para o desenvolvimento deste trabalho. Agradeço pelos ensinamentos, pelas orientações e pelo suporte que me foi concedido. Busquei absorver ao máximo cada instrução que recebi. E faço um especial agradecimento pelas palavras de apoio durante os processos seletivos para o Mestrado, pois estas significaram muito para mim.

Agradeço também ao Instituto de Economia da Unicamp, minha segunda casa nestes últimos cinco anos (e que ainda será por mais um tempo, mas desta vez na pós-graduação!). Sou extremamente grato pelos conhecimentos que adquiri, pelas pessoas que conheci e pelas experiências que lá vivi.

Aos meus amigos, claro, também deixo o meu muito obrigado! Afinal, nem só de estudo vive o jovem universitário... Agradeço principalmente ao Quinteto que o IE uniu, pois sem eles minha vivência universitária não teria sido a mesma. Agradeço pela resenha, pelas cervejas, pelas festas, pelos desabafos, pelos conselhos e por tudo mais que pudemos compartilhar. Aos Abigos do Bentão, também agradeço enormemente por cada momento e por cada história que temos ao longo destes oito anos em que caminhamos juntos. Considero todos vocês como irmãos que a vida me deu.

Por fim, gostaria de fazer uma breve consideração a respeito deste ano que estamos vivendo. 2020 nos impôs uma realidade muito difícil. Mostrou, de uma vez por todas, que as relações humanas são insubstituíveis. Nós, brasileiros, como lusófonos que somos, temos o privilégio de ter no vocabulário a palavra que simplifica o sentimento que tem predominado nos tempos recentes: saudade. Saudades de ver aqueles que amamos, saudades da reunião com os amigos... São tempos difíceis, mas que passarão. E que nos deixarão muitas lições. Acima de tudo, espero que em breve possamos estar juntos novamente. E para finalizar, reitero meu agradecimento a todos, pelas razões que citei e por aquelas que guardo intimamente comigo.

## RESUMO

A República Popular da China tem experimentado profundas transformações estruturais desde 1978. As duas primeiras décadas do século XXI, em especial, são marcadas pela ascensão e consolidação da China enquanto potência econômica em nível mundial. Em meio a este cenário, a condução das políticas macroeconômicas foi importante para criar as condições necessárias a tal propósito. Nisto, se destaca o fato de que o conjunto de políticas macroeconômicas adotado na China entre 2000 e 2019 se diferenciou das proposições predominantes da teoria novo-keynesiana. As políticas macroeconômicas chinesas foram orientadas, principalmente, à manutenção do vigoroso crescimento econômico. Este trabalho evidencia que as políticas macroeconômicas adotadas na China lograram êxito, haja vista que os múltiplos objetivos estabelecidos pelas autoridades chinesas foram atingidos. Nesse contexto, as políticas macroeconômicas, em suas distintas dimensões – monetária, fiscal e cambial –, contribuíram amplamente ao crescimento econômico chinês. Argumenta-se, a partir dos resultados evidenciados por esta pesquisa, que o caso da China se constitui, portanto, em uma experiência alternativa em relação ao que é difundido pela literatura *mainstream*. Ao longo das duas décadas analisadas, o escopo de políticas macroeconômicas chinesas se mostrou capaz de direcionar os rumos do crescimento e, para isso, moldou-se às necessidades de cada período.

Palavras-chave: China. Novos-keynesianos. Política macroeconômica. Política monetária. Política fiscal. Política cambial.

## **ABSTRACT**

The People's Republic of China has experimented deep structural transformations since 1978. The first two decades of the XXI century are specially remarked by the rise and consolidation of China as economic power at world level. In this scenario, the conduction of the macroeconomic policies was important to create the necessary conditions to this purpose. Then it is highlighted the fact that the set of macroeconomic policies adopted in China between 2000 and 2019 differed from the predominant propositions of the new-keynesian theory. The macroeconomic policies were mainly oriented to the maintenance of the vigorous economic growth. This work shows that the macroeconomic policies adopted in China achieved success, whereas the multiple goals established by the Chinese authorities were accomplished. In this context, the macroeconomic policies in their different dimensions – monetary, fiscal and exchange rate policies – contributed to Chinese economic growth. Evidence shown in this research points that the case of China represents an alternative experience in relation to key policy aspects spread by the mainstream literature. Over the two analyzed decades, the scope of Chinese macroeconomic policies proved capable to drive the growth path and, for this purpose, it has suited to the needs of each period.

**Keywords:** China. New-keynesian. Macroeconomic policy. Monetary policy. Fiscal policy. Exchange rate policy.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Gráfico 1</b> – Crescimento anual do Produto Interno Bruto a preços de mercado, em % – China – (1978-2010).....	34
<b>Gráfico 2</b> – Exportação e importação de bens e serviços, em % do PIB – China – (1978-2010).....	39
<b>Gráfico 3</b> – Taxa de juros sobre empréstimos e depósitos bancários, em % – China – (1997-2009).....	45
<b>Gráfico 4</b> – Taxa de inflação anual, em preços ao consumidor, em % – China, economias avançadas e economias em desenvolvimento – (1997-2010).....	46
<b>Gráfico 5</b> – Crescimento trimestral do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior, ajustado sazonalmente, em % - China – (2000-2009).....	47
<b>Gráfico 6</b> – Receitas e Despesas do Governo, em % do PIB – China – (1997-2009)...	50
<b>Gráfico 7</b> – Dívida bruta do setor público, em % do PIB – China – (1997-2009).....	51
<b>Gráfico 8</b> – Taxa nominal de câmbio do Renminbi em relação ao dólar estadunidense, média mensal (1994-2009).....	56
<b>Gráfico 9</b> – Saldo em Transações Correntes, em % do PIB – China – (2000-2009).....	57
<b>Gráfico 10</b> – Crescimento anual do Produto Interno Bruto a preços de mercado, em % – China – (2000-2019).....	62
<b>Gráfico 11</b> – Composição do PIB pela ótica da demanda, em % – China – (2004-2018).....	63
<b>Gráfico 12</b> – Crédito doméstico ao setor privado, em % do PIB – China – (2004-2019).....	64
<b>Gráfico 13</b> – Evolução da Taxa Shibor, por tempo de maturidade, em % – (2010-2019).....	68
<b>Gráfico 14</b> - Crescimento trimestral do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior, ajustado sazonalmente, em % - China – (2008-2019).....	71
<b>Gráfico 15</b> – Dívida bruta do setor público, em % do PIB – China – (2007-2019).....	72
<b>Gráfico 16</b> – Razão investimento/PIB – China – (2004-2018).....	73
<b>Gráfico 17</b> – Saldo em conta corrente, em % do PIB – China – (2007-2019).....	75
<b>Gráfico 18</b> – Taxa de câmbio CNY/USD – (2010-2019).....	78

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	11
2	A TEORIA NOVO-KEYNESIANA.....	12
	2.1 Política Monetária .....	18
	2.2 Política Fiscal .....	23
	2.3 Política Cambial .....	28
3	POLÍTICAS MACROECONÔMICAS NA CHINA ENTRE OS ANOS 2000-2009.....	33
	3.1 As Reformas Econômicas: de uma economia planificada para uma economia socialista de mercado .....	33
	3.2 As políticas macroeconômicas.....	40
	3.2.1 Política Monetária .....	41
	3.2.2 Política Fiscal .....	48
	3.2.3 Política Cambial .....	55
4	POLÍTICAS MACROECONÔMICAS NA CHINA ENTRE OS ANOS 2010-2019.....	61
	4.1 Política Monetária .....	63
	4.2 Política Fiscal .....	69
	4.3 Política Cambial .....	74
5	CONCLUSÃO.....	80
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	83

## 1 INTRODUÇÃO

Diversos autores conferem destaque ao extraordinário crescimento da economia chinesa ao longo das últimas quatro décadas, desde o início das reformas econômicas, em 1978. A partir de então, é crescente a participação e relevância da República Popular da China nas matérias de interesse global. Em face disto, o século XXI representa um ponto de inflexão no que diz respeito ao papel que a nação mais populosa do mundo tem na determinação da dinâmica econômica internacional. De imediato, ainda durante a primeira década do século, a China ascendeu rapidamente e já consolidou sua nova posição dominante no cenário geopolítico e econômico mundial (Fan, 2006).

São várias as interpretações existentes quanto aos condicionantes do vigoroso crescimento econômico chinês e distintas são as combinações de fatores atribuídas à viabilização desta trajetória. Dentre estes fatores, o conjunto de políticas macroeconômicas que fora adotado também possui fundamental contribuição ao acelerado ritmo de crescimento da economia chinesa (Flassbeck, Dullien, & Geiger, 2005).

Desta forma, entende-se como relevante o estudo das políticas macroeconômicas adotadas na China, especialmente as contidas no presente século. Observa-se que o escopo destas políticas se diferencia das recomendações propostas pela teoria novo-keynesiana, a vertente *mainstream* da teoria macroeconômica atual. Assim, o presente trabalho, para além do estudo das políticas macroeconômicas adotadas na China entre 2000 e 2019, busca contrastá-las às proposições amplamente difundidas pela literatura novo-keynesiana. O objetivo é demonstrar que o caso da China se constitui em uma experiência alternativa às recomendações dominantes do arcabouço *mainstream*. Ademais, visa-se evidenciar que a China logrou êxito na condução de tais políticas, visto que os objetivos determinados pelas autoridades chinesas foram alcançados, dentre os quais o crescimento econômico se estabelece como o principal.

Para tanto, o capítulo inicial deste trabalho se propõe a uma revisão bibliográfica da teoria novo-keynesiana, de forma a explicar as proposições mais importantes em termos de política macroeconômica. O capítulo seguinte se concentra ao estudo das políticas macroeconômicas chinesas, compreendendo a primeira década do século XXI. Ao terceiro capítulo, cabe a análise das políticas macroeconômicas na China durante os anos 2010-2019. Por fim, a última seção conclui o debate.

## 2 A TEORIA NOVO-KEYNESIANA

O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) corresponde à reunião das ideias defendidas pelos novos-keynesianos, que, por sua vez, representam a escola de pensamento dominante da teoria macroeconômica contemporânea e algumas características acerca da racionalidade dos agentes econômicos derivadas dos novos-clássicos. O prestígio do NCM remete ao período anterior à crise financeira de 2008 e, mesmo com as críticas recebidas no meio acadêmico após a deflagração da referida crise, essa vertente de pensamento ainda conseguiu preservar sua posição de influência no debate econômico. Este capítulo procura fazer breve explanação acerca do pensamento novo-keynesiano, buscando, na primeira seção, demonstrar seu arcabouço teórico e suas principais proposições, tanto antes quanto após os desdobramentos dos eventos de 2008. Nas três seções seguintes, apresenta-se uma discussão mais detalhada quanto às recomendações de políticas monetárias, fiscais e cambiais.

De acordo com Galí (2018), a teoria novo-keynesiana é uma conciliação dos instrumentos metodológicos provenientes da versão forte da teoria dos ciclos reais de negócio dos novos-clássicos, baseada na adoção dos agentes representativos e na formação de expectativas racionais, com proposições keynesianas centrais. Porém, como indicam Pedrosa e Farhi (2015), diferentemente da teoria dos ciclos reais de negócio, os novos-keynesianos assumem como pressupostos algumas imperfeições de mercado, como a concorrência monopolística, a assimetria de informações e a rigidez de preços e salários nominais. Em outros termos, os novos-keynesianos rejeitam as ideias de concorrência perfeita e ausência de imperfeições e externalidades de mercado. Por consequência, negam a existência do *market clearing* contínuo, ao menos em curto prazo, o que abre espaço para atuação de política macroeconômica sobre as variáveis reais da economia.

Como ressalta Lavoie (2018), há um esforço por parte dos novos-keynesianos em se distanciar o mínimo possível da ortodoxia neoclássica, com destaque no que diz respeito aos agentes racionais. Além disso, os modelos DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium*, ou modelos dinâmicos e estocásticos de equilíbrio geral, em tradução livre) dos novos-keynesianos propõem que, em caso de choques e consequentes flutuações nas variáveis reais, a economia ainda assim retornaria ao seu nível de produto potencial,

que é determinado pela oferta de trabalho, à semelhança do que é proposto por modelos neoclássicos.

Para o caso de uma economia aberta, o modelo do NCM é composto por seis equações, conforme Arestis (2009) apresenta:

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) + a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + a_4 (rer)_t + s_1 \quad (1)$$

em que  $t$  se refere ao período corrente – sendo  $(t - 1)$  e  $(t + 1)$  os períodos anterior e posterior, respectivamente –,  $Y^g$  é o hiato do produto doméstico,  $E_t$  corresponde às expectativas no período  $t$ ,  $R$  é a taxa nominal de juros,  $p_{t+1}$  é a taxa de inflação esperada para o período seguinte,  $(rer)$  é a taxa de câmbio real e  $s_i$  (em que  $i = 1, 2, 3, 4, 5$ ) representa os choques estocásticos. O coeficiente  $a_0$  é muitas vezes abordado na literatura como constante, mas pode abranger, entre outros aspectos, a situação fiscal.

$$p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + b_4 [E_t(p_{wt+1}) - E_t \Delta(er)_t] + s_2 \quad (2)$$

em que a soma dos coeficientes  $b_2 + b_3 + b_4 = 1$  e  $(er)$  se refere à taxa de câmbio nominal, denominada em termos de unidades de moeda estrangeira por unidades de moeda doméstica, e que será definida na equação (6).

$$R_t = (1 - c_3) [RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T)] + c_3 R_{t-1} + s_3 \quad (3)$$

em que  $RR^*$  é a taxa real de juros de equilíbrio<sup>1</sup> e  $p^T$  é a meta de inflação.

$$(rer)_t = d_0 + d_1 [[R_t - E_t(p_{t+1})] - [(R_{wt}) - E_t(p_{wt+1})]] + d_2 (CA)_t + d_3 E(rer)_{t+1} + s_4 \quad (4)$$

em que  $R_w$  é a taxa nominal de juros mundial,  $p_w$  é a taxa de inflação mundial e  $(CA)$  é a conta-corrente do balanço de pagamentos.

$$(CA)_t = e_0 + e_1 (rer)_t + e_2 Y_t^g + e_3 Y_{wt}^g + s_5 \quad (5)$$

em que  $Y_w^g$  é o hiato do produto mundial.

---

<sup>1</sup> Segundo Arestis (2009), a taxa real de juros de equilíbrio é aquela que é consistente com a situação em que o hiato do produto é igual a zero, o que implicaria em uma taxa de inflação constante, conforme a equação (2).

$$er_t = rer_t + P_{wt} - P_t \quad (6)$$

em que  $P$  é o nível de preços doméstico e  $P_w$  é o nível de preços mundial, ambos em logaritmos. A variação da taxa de câmbio nominal, presente na equação (2), deriva-se da equação (6), como  $\Delta er = \Delta rer + p_{wt} - p_t$ .

Destas equações supracitadas, há três que são centrais e sintetizam o escopo do modelo novo-keynesiano: equação de demanda agregada (1); equação da curva de Phillips novo-keynesiana (2); equação da regra de Taylor (3), que determina a política monetária. Para o modelo mais geral, em que a economia é fechada, há as seguintes proposições: pela equação de demanda agregada, é proposto que o produto corrente dependa da demanda corrente que, por sua vez, é dependente da expectativa quanto ao produto futuro e quanto à taxa de juros real futura. A taxa de juros real é fundamental na determinação do consumo dos agentes representativos, visto que estes consomem no período corrente com base no custo de oportunidade em termos de consumir no futuro, pois maximizam sua utilidade de forma intertemporal. Essa equação mede o chamado hiato do produto, que corresponde à diferença entre o produto real e o produto potencial ou natural, que é também função do *gap* entre a taxa de juros real e a taxa de juros natural<sup>2</sup>. A equação da curva de Phillips novo-keynesiana institui que a inflação corrente é dependente tanto da inflação esperada para o período seguinte quanto do *gap* do produto do período corrente. (Arestis & Sawyer, 2008; Galí, 2018; Pedrosa & Farhi, 2015).

Por último, a equação da regra de Taylor determina qual é a taxa de juros nominal que deve ser adotada para manter a inflação dentro de um intervalo preestabelecido (Taylor, 1993). Desta equação, emerge o regime de metas de inflação, que é introduzido como o arcabouço institucional recomendado pela literatura novo-keynesiana para a determinação da política monetária, de maneira a conduzir as expectativas dos agentes econômicos, tendo como único instrumento a taxa de juros de curto prazo. A introdução do regime de metas de inflação tem como objetivo o alcance da estabilidade de preços, em que a taxa nominal de juros se torna a âncora das expectativas e varia a depender da inflação esperada e do *gap* do produto. A partir dessas premissas, a regra de Taylor tornou-se um norte de referência a respeito de como os Bancos Centrais deveriam

---

<sup>2</sup> Conforme afirma Galí (2018), o produto natural e a taxa de juros natural são os valores que estes assumiriam em situação de equilíbrio no caso particular em que os preços fossem totalmente flexíveis.

orientar suas políticas monetárias (Arestis & Sawyer, 2008; Galí, 2018; Pedrosa & Farhi, 2015).

Para os modelos de economia aberta, acrescentam-se as demais variáveis de interação com o mercado externo, conforme descrito nas seis equações anteriores. Da equação (4), tem-se que a taxa de câmbio real é determinada por: diferencial da taxa de juros real doméstica e mundial, conta corrente do balanço de pagamentos e expectativa a respeito da taxa de câmbio futura. A equação (5), por sua vez, traz a conta corrente do balanço de pagamentos como função da taxa de câmbio real e dos hiatos dos produtos doméstico e mundial. Por fim, a equação (6) determina que a taxa de câmbio nominal é função da taxa de câmbio real. Há, portanto, seis equações e seis incógnitas – produto, inflação, taxa de juros, taxa de câmbio real, conta-corrente do balanço de pagamentos e taxa de câmbio nominal (Arestis, 2009).

A partir destas equações, derivam-se algumas conclusões importantes. Primeiramente, como indica Galí (2018), uma das implicações é que a política monetária não é neutra. Dessa forma, um choque exógeno de política monetária não afeta somente as variáveis nominais, mas também as variáveis reais. O produto real, portanto, depende da política monetária adotada. Além disso, a política monetária não é neutra na medida em que, mesmo em caso de choques não monetários, os efeitos destes sobre os níveis de produto também dependem da política adotada pelo Banco Central.

Conforme Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010) destacam, na medida em que a inflação é estável, o hiato do produto tende a ser pequeno e também estável. Nesse caso, a autoridade monetária teria cumprido a função que lhe é estabelecida e o produto se encontraria próximo de seu nível natural. À política fiscal, caberia somente um papel secundário em relação à política monetária. Como aponta Arestis (2009), não há menção explícita à política fiscal em nenhuma das seis equações que descrevem o modelo novo-keynesiano, estando apenas contida no coeficiente  $a_0$ .

Quanto à política cambial, embora haja menção direta das taxas de câmbio real e nominal nas equações que descrevem o modelo, entende-se que a autoridade monetária não deve ter como foco a intervenção na direção da taxa de câmbio. Como indica Mishkin (2008), se os Bancos Centrais se concentrarem na variação da taxa de câmbio, há o risco de que isso prevaleça sobre o único objetivo, que deve ser o alcance das metas de inflação.

No entanto, como já destacado, desde a emergência da crise financeira em 2008, várias críticas foram direcionadas aos modelos novo-keynesianos. Em resposta, ao longo da última década, a teoria novo-keynesiana se reformou e incorporou novos fenômenos ao seu escopo de trabalho. Conforme aponta Galí (2018), o foco das críticas se encontrava no fato de que os modelos novo-keynesianos falharam ao não prever a crise, dada a negligência à dimensão financeira – justamente a partir da qual a crise se originou. A dificuldade em responder aos fatores-chave da crise induziu os autores a uma análise crítica de seu arcabouço teórico, o que deu início ao processo de reestruturação de algumas de suas proposições.

Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010) evidenciam a necessidade de se repensar as proposições novo-keynesianas em termos de política macroeconômica, dado que a institucionalidade do regime de metas de inflação não era suficiente para a preservação da estabilidade das economias. Ainda que a crise não tenha se originado das políticas macroeconômicas em vigor, algumas falhas foram expostas, a exemplo da negligência conferida à política fiscal enquanto instrumento de política anticíclica e, principalmente, da ausência de políticas macroprudenciais, que envolvem a regulação financeira. Os objetivos principais ainda se mantêm como o alcance de taxa de inflação e hiato do produto estáveis, mas a crise elucidou que os formuladores de política macroeconômica precisam estar atentos a outras variáveis, a exemplo da composição do produto, da alavancagem dos agentes e do comportamento do preço dos ativos. Com isso, abre-se o horizonte para que novos instrumentos – que eram até então negligenciados – possam ter sua aplicação difundida.

Portanto, a partir das críticas recebidas após a crise, a escola novo-keynesiana incorporou novos fatores ao seu modelo, de forma a cobrir as fragilidades que acabaram por ser expostas. Deu-se início, assim, a um processo de reorganização, que tomou rumos diferentes e ainda incertos, como salientam Pedrosa e Farhi (2015), ao afirmarem que não se consolidou, ao menos por enquanto, um novo conjunto bem-definido de políticas macroeconômicas.

A principal modificação foi no sentido de adicionar os sistemas financeiros aos modelos e assumi-los como não neutros, devido à falha em prever a crise que se desdobraria ao fim da década de 2000. Akerlof (2014) reconhece esses dois pontos, ao afirmar que o

sistema financeiro afeta variáveis macroeconômicas e que houve uma falha ao não se antever a crise financeira.

A incorporação da dimensão financeira aos modelos implicou em algumas mudanças significativas nos pressupostos básicos da teoria novo-keynesiana. Dentre as mais relevantes, há de se citar a adição da heterogeneidade dos agentes, que confere um relaxamento à hipótese dos agentes representativos, como indica Galí (2018). A abstração da natureza heterogênea tornou-se um problema, pois na situação de equilíbrio dos modelos com agentes representativos, não há famílias poupadoras e tampouco devedoras. Isso impõe que, para análise e elucidação dos impactos financeiros sobre a economia real, seria preciso afrouxar esta hipótese.

Disto advém a emergência dos ditos modelos HANK (sigla, em inglês, para *Heterogeneous Agent New Keynesian*, que em tradução livre significa Agente Heterogêneo Novo-Keynesiano). Esses modelos assumem, primeiramente, que a produtividade das famílias não responde da mesma maneira aos choques e, portanto, os impactos sobre seus respectivos salários também são distintos. Em suma, isso representa a introdução do caráter idiossincrático ao comportamento dos vários agentes na economia. Um segundo elemento incorporado foi a hipótese de que apenas um restrito número de ativos pode ser comercializado, além de que há um limite exógeno para a obtenção de empréstimos. Outro resultado que decorre dessas inovações metodológicas está contido no fato de que parte das famílias sofre restrição de crédito. Estas, portanto, têm seu consumo mais afetado em eventual ocorrência de flutuações na renda. Por conseguinte, estas novas hipóteses afetam diretamente as proposições associadas à equação de demanda agregada descrita anteriormente. No entanto, por outro lado, as proposições da curva de Phillips e da regra de Taylor não são diretamente afetadas (Galí, 2018).

Galí (2018) ainda destaca mais algumas conclusões extraídas a partir dos modelos HANK. Primeiramente, a coexistência de choques idiossincráticos e restrições de crédito faz com que as famílias tenham diferentes propensões marginais a consumir, ainda que estas apareçam idênticas antes da emergência dos choques. Segundo, por consequência disso, os efeitos macroeconômicos de quaisquer choques serão potencializados ou amenizados de acordo com a forma como impacta a distribuição de renda e riqueza entre as famílias.

Cúrdia e Woodford (2010) propõem um modelo com dois tipos de famílias. Em um dos tipos, as famílias têm preferência por consumir mais no futuro, portanto poupam mais recursos no presente; o outro tipo, pelo contrário, prefere consumir mais no presente do que no futuro. Disto surge, por extensão, que há margem para intermediação financeira na determinação da demanda agregada, através da taxa de juros do mercado de crédito. A introdução da heterogeneidade ao modelo e a consequente incorporação da dinâmica financeira trazem novas implicações à política monetária, ainda que permaneça subordinada ao regime de metas de inflação. Novos elementos são adicionados, como a inclusão do *spread* bancário.

Assim, é possível perceber que, desde a origem da crise financeira, o pensamento novo-keynesiano absorveu parte das críticas e vem se reestruturando nos últimos anos, o que implica novas proposições teóricas e recomendação de novas diretrizes de cunho prático. Os modelos têm passado por ganhos de complexidade, ao incorporar novos elementos e variáveis. Pedrosa e Farhi (2010) salientam que, se anteriormente as recomendações de política macroeconômica eram mais consensuais, agora os novos-keynesianos se dividem entre os mais moderados, que promovem as transformações no escopo inicial, e os mais conservadores, que defendem as proposições contidas nos modelos originais. Após discorrer sobre os aspectos mais gerais do arcabouço teórico, nos tópicos seguintes se propõe uma discussão voltada às distintas dimensões de política macroeconômica – monetária, fiscal e cambial – sob a abordagem novo-keynesiana.

## **2.1 Política Monetária**

No âmbito das políticas monetárias, Arestis e Sawyer (2008) afirmam que as proposições novo-keynesianas recomendam a adoção de um modelo com um instrumento (a taxa de juros nominal) e um alvo (a inflação, ou em outras palavras, a estabilidade de preços) para condução destas políticas. Esse modelo consiste no denominado “regime de metas de inflação”.

Sawyer (2006) destaca que o regime de metas de inflação era difundido pela literatura como a política monetária mais adequada desde a década de 1990. Destaca também que o escopo institucional deste regime consiste em quatro aspectos: (i) uma meta para a taxa de inflação é determinada pelo governo da economia em questão; (ii) a política monetária é o instrumento-chave para o cumprimento dessa meta, por meio de variações

na taxa nominal de juros; (iii) a condução da política monetária é feita pelo Banco Central; (iv) o único objetivo da política monetária é o cumprimento da meta de inflação.

Dois importantes fatores para condução da política monetária são a independência e a transparência do Banco Central, como ressaltam Andrade (2004) e Wachtel e Blejer (2020). A comunicação transparente com o público é essencial para que os agentes tenham alguma condição de previsibilidade quanto à taxa de juros. Cabe destacar novamente que o modelo novo-keynesiano pressupõe agentes representativos, cuja maximização de utilidade é intertemporal, o que implica que as decisões de dispêndio dependem da taxa de juros real tanto corrente quanto futura. Para manutenção da previsibilidade, as políticas monetárias devem ser adotadas com base em parâmetros claros e definidos, assentados na regra de Taylor, do que decorre a adoção de um regime de metas de inflação. A independência do Banco Central, por sua vez, visa assegurar justamente o cumprimento do regime de metas de inflação.

A respeito da atuação transparente do Banco Central, tal estratégia reduz a assimetria de informações entre esta instituição e os agentes econômicos. Os agentes, por estarem melhor informados, têm maior previsibilidade quanto às políticas que serão adotadas pela autoridade monetária, de forma a reduzir suas percepções de incerteza sobre o futuro. Assim, por consequência, a clara comunicação com o público e a transparência das ações tomadas pelo Banco Central contribuem para redução da taxa de inflação (Andrade, 2004).

Ainda sobre a transparência do Banco Central, Andrade (2004) infere que este fator exerce influência sobre o grau de eficácia da política monetária. Isso se manifesta na medida em que a menor assimetria de informações diminui a volatilidade das expectativas dos agentes econômicos a respeito do nível da taxa de juros, dado o reduzido grau de incerteza. Desta forma, posto que as expectativas dos agentes se encontram bem fundamentadas, o próprio Banco Central consegue produzir previsões mais assertivas quanto às reações do mercado às políticas monetárias adotadas. Tendo maior capacidade de antever os efeitos das suas ações, o Banco Central pode ser mais preciso na formulação das políticas monetárias que, portanto, tendem a ser mais eficazes.

Além disso, Andrade (2004) reforça que a transparência do Banco Central é uma condição necessária para justificar sua independência, no sentido de prestar contas à sociedade. Outro ponto levantado por Andrade (2004) é que Bancos Centrais com menor reputação e credibilidade podem compensá-las em certa medida com maior transparência, visando garantir a efetividade das políticas monetárias adotadas.

A independência do Banco Central<sup>3</sup> em relação ao governo nacional é importante para evitar que as ações de política monetária sofram interferências de interesses alheios à estabilidade de preços, como indicam Wachtel e Blejer (2020). A concepção ideal de Banco Central passa pelo estabelecimento de uma instituição livre de influências políticas, capaz de conduzir a política monetária em vistas ao alcance das metas de inflação. Os novos-keynesianos, ao discutir a respeito da independência do Banco Central, argumentam no sentido de que a condução da política monetária deve ter como objetivo único o cumprimento do regime de metas de inflação, ainda que em alguns países, como os Estados Unidos, o Banco Central persiga um mandato duplo (neste caso, estabilidade de preços e crescimento econômico), conforme destacam Wachtel e Blejer (2020). Ou seja, o Banco Central deve ser independente para que suas ações tenham como objetivo a manutenção da inflação dentro das metas estabelecidas, de maneira a zelar por sua reputação enquanto instituição crível, previsível e transparente.

Assim, em última instância, a política monetária, por meio do regime de metas de inflação, tem como objetivo primordial a manutenção da taxa de inflação em patamar baixo e estável, pois nesta condição é minimizado o hiato entre o produto real e o produto potencial, como afirmam Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010). Isto decorre da discussão acerca da política monetária ótima (definida como aquela que maximiza o bem-estar dos agentes representativos), que deve levar em consideração três fontes de perda de bem-estar, como propõe Galí (2018). Uma delas é o *gap* entre o produto real e o produto eficiente; outra é a flutuação da inflação, que proporciona erros na alocação ótima de recursos, dada a dispersão dos preços relativos; por último, há as perdas decorrentes de um estado estacionário em que o nível do produto é ineficientemente baixo, devido a distorções reais que não foram corrigidas. No caso especial em que o

---

<sup>3</sup> Sawyer (2006) indica que Keynes já tratava de uma concepção de Banco Central independente (no caso, se referia ao *Bank of England*), mas com uma abordagem bastante distinta da realizada pelos novos-keynesianos, de forma a suprimir as influências de interesse privado. Keynes defendia que o Banco Central fosse operado com base no interesse público, sem visar o benefício da *City* londrina ou qualquer segmento privado em específico.

produto natural é igual ao nível de produto eficiente, as perdas de bem-estar se devem apenas às flutuações da inflação e ao *gap* do produto. Nesse contexto, a política ótima levaria à estabilização da inflação em zero, de maneira a também zerar o *gap* do produto, o que implicaria que este se encontraria em seu nível eficiente. A adoção de um regime de metas de inflação rigoroso visa, portanto, minimizar o *gap* do produto, para que este permaneça próximo de seu patamar eficiente, de forma a reduzir ao máximo as perdas de bem-estar.

Quanto ao instrumento recomendado para condução da política monetária, a literatura novo-keynesiana instituiu este papel à taxa de juros de curto prazo. Segundo Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010), a opção pela taxa de juros de curto prazo se deve a duas premissas: a primeira é que o canal de transmissão da política monetária passa pela taxa de juros e pelo preço dos ativos, e não diretamente da expansão ou retração dos agregados monetários; a segunda é que todas as taxas de juros e todos os preços dos ativos estão interligados por meio da arbitragem – dessa forma, as taxas de juros de longo prazo são funções da taxa de curto prazo e da percepção de risco, assim como os preços dos ativos são função do valor presente de seus fluxos futuros e do risco esperados. Sob essas premissas, é preciso apenas atuar sobre a taxa de juros corrente e futura de curto prazo, pois as demais taxas e os preços dos ativos também serão afetados.

A atuação dos Bancos Centrais sobre a taxa de juros de curto prazo se dá por operações de *open-market*, através da compra e venda de títulos públicos, conforme indicam Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010). A atuação, dadas as premissas previamente apresentadas, só se faz necessária no mercado de curto prazo.

No entanto, os eventos iniciados no fim da década de 2000 suscitaram um novo debate sobre as formas de atuação dos Bancos Centrais. Bernanke (2020) propõe um revisionismo quanto ao uso de novos instrumentos de política monetária, defendendo a utilização, principalmente, de políticas de *quantitative easing* (QE) e *forward guidance*. Bernanke (2020) ressalta que ambas foram adotadas por diversos Bancos Centrais após a crise financeira de 2008, porém deveriam também ser utilizadas mesmo nas situações em que os mercados não se encontram disfuncionais.

Bernanke (2020) afirma que, ao longo dos anos 2000, ficou claro que a combinação de inflação (corrente e esperada) e taxa de juros baixas resulta em taxas nominais

persistentemente baixas em ambas as pontas (curto e longo prazos) da curva da taxa de juros. A manutenção da taxa nominal de juros em patamares baixos restringe a efetividade das políticas monetárias tradicionais, como, por exemplo, demonstra a experiência japonesa durante as últimas décadas. Consequentemente, Bernanke (2020) destaca que os Bancos Centrais deveriam combater inflação demasiadamente baixa da mesma forma que combatem inflação demasiadamente alta, dados os riscos apontados.

No caso dos Estados Unidos, a recessão após a crise financeira de 2008 atingiu o nível em que as políticas monetárias tradicionais não eram mais capazes de prover o efeito necessário. Após cortar as taxas de juros de curto prazo a próximo de zero, o Federal Reserve adotou as políticas alternativas de *quantitative easing* e *forward guidance* para estimular a atividade econômica – e o mesmo foi feito em outras economias avançadas, como na União Europeia e no Japão. Com o uso destes novos instrumentos, os efeitos da política monetária são similares ao que as políticas tradicionais proporcionam na situação em que a taxa de juros se encontra por volta de 3 pontos percentuais a mais, o que é suficiente para superar, na maioria das circunstâncias, as restrições geradas pela persistente baixa taxa de juros (Bernanke, 2020).

Conforme afirma Bernanke (2020), as políticas de QE consistem na compra de ativos financeiros de longo prazo por parte do Banco Central. No caso do Federal Reserve, por força da lei, as compras se limitaram basicamente a títulos de dívida pública ou a MBSs<sup>4</sup> (*Mortgage-Backed Securities*) garantidas pelo governo dos Estados Unidos. Outros Bancos Centrais, como o Banco do Japão, fizeram aquisição também de ativos privados, a exemplo de títulos de dívida de empresas.

As políticas de *forward guidance*, por sua vez, correspondem à comunicação sobre as expectativas das autoridades monetárias quanto à economia e quanto aos planos de política monetária, como indica Bernanke (2020). As medidas de *forward guidance* podem ser meramente informativas, para facilitar o entendimento do público e do mercado a respeito de como as autoridades monetárias projetam o cenário econômico, como também podem ser uma promessa ou um compromisso assumido com alguma

---

<sup>4</sup> Segundo a Financial Industry Regulatory Authority [FINRA] (n.d.), as MBSs são títulos assegurados por hipotecas e empréstimos imobiliários. Esses títulos são compostos por uma combinação de hipotecas e empréstimos imobiliários que são vendidos a uma terceira empresa, aquela que por fim emite as MBSs. As MBSs podem ser emitidas por uma agência do governo dos Estados Unidos ou também por empresas privadas. A parte emitida por agências federais possui garantia do governo estadunidense, por meio de organizações do próprio governo, como a Ginnie Mae (*Government National Mortgage Association*).

política em específico. Bernanke (2020) ainda salienta que as políticas de *forward guidance* serão mais efetivas conforme forem melhor entendidas, melhor antecipadas e mais críveis, o que pode ser articulado incorporando-as em definitivo ao escopo de política monetária.

Por fim, na defesa da adoção das políticas de QE e *forward guidance*, Bernanke (2020) argumenta que ambas afetam os mercados financeiros significativa e persistentemente, de maneira semelhante às políticas tradicionais quando estas não estão restringidas, ou seja, na situação em que as taxas de juros não se encontram próximas a zero. Assim, as duas poderiam ser utilizadas não somente quando as políticas tradicionais estão restringidas.

Sendo assim, os ecos da crise financeira de 2008 também se fizeram presentes no âmbito das políticas monetárias. Os instrumentos tradicionais, centrados no manejo da taxa de juros para ancoragem das expectativas, se mostraram incapazes de conduzir adequadamente a política monetária durante e após a recessão que se originou. Isto pois, na presença de taxas de juros e inflação persistentemente baixas, os Bancos Centrais observaram que os efeitos de suas medidas estavam restringidos, dado o menor espaço para atuação. Destas limitações advém a adoção de políticas alternativas, de forma a ampliar o escopo às autoridades monetárias, com destaque para as ações de *quantitative easing* e *forward guidance*. Estes eventos acabaram por introduzir ao debate novo-keynesiano a possibilidade de utilização de novos instrumentos de política monetária em caráter definitivo, não apenas quando os meios tradicionais estão limitados. Entretanto, assim como no caso das demais proposições do pensamento novo-keynesiano, a discussão não sinaliza, ao menos por ora, para a construção de um novo consenso.

## **2.2 Política Fiscal**

A política fiscal, ao menos nas duas décadas que precederam a crise financeira eclodida em 2008, teve seu papel limitado dentro da literatura novo-keynesiana, permanecendo em condição de subordinação à política monetária, como indicam Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010). Entretanto, após a crise, os autores destacam que novo foco passou a ser dirigido às políticas fiscais, principalmente enquanto instrumento de política anticíclica nas situações de desaceleração da atividade econômica. Primeiramente, será apresentada a leitura convencional dos novos-keynesianos a

respeito da política fiscal e, posteriormente, o foco será nas mudanças de interpretação promovidas após a referida crise.

A abordagem novo-keynesiana para a política fiscal, conforme afirma Arestis (2009), implica que esta tem impacto sobre as expectativas dos agentes e, portanto, tem efeitos sobre as condições de oferta e demanda da economia. Por consequência, afeta as variáveis macroeconômicas reais e nominais, dada a rigidez de preços no curto prazo. Pela ótica da demanda, a política fiscal pode desencadear efeitos na medida em que altera as expectativas dos agentes quanto à sua riqueza e sua renda futuras. Os efeitos sobre o lado da oferta se dão na medida em que o estímulo fiscal aquece o mercado de trabalho, o que faz com que a taxa de desemprego se distancie da chamada NAIRU (em tradução livre, taxa de desemprego não aceleradora da inflação, do inglês *non-accelerating inflation rate of unemployment*). Em outras palavras, o uso discricionário da política fiscal e a ocorrência de déficits no orçamento público criam uma pressão inflacionária, que precisa ser levada em consideração face à defesa da estabilidade de preços enquanto objetivo central da condução das políticas macroeconômicas.

No momento anterior à crise, o consenso era de que a política fiscal discricionária não era recomendável. Arestis (2009) indica que o principal argumento para se refutar a discricionariedade da política fiscal está contido no RET (*Ricardian Equivalence Theorem*, em tradução livre, Teorema da Equivalência Ricardiana). Segundo este teorema, um crescimento dos déficits públicos, por exemplo, é entendido pelos agentes como permanente. Como a otimização da utilidade dos agentes é intertemporal e com base nas expectativas futuras, os agentes reduziram o consumo no presente e aumentariam a poupança, pois a expectativa é de que haja um aumento nos impostos (para que os déficits sejam cobertos) e, conseqüentemente, haveria redução da renda e riqueza esperadas. Além dos impactos sobre o nível do consumo, o RET também prevê disfunções pelo lado da oferta: por conta da queda na riqueza esperada, a oferta de trabalho decairia e isso levaria ao decréscimo da produção. No mercado privado, a menor oferta de trabalho cria pressão sobre o nível de salários e reduz o valor presente dos fluxos esperados de lucros, o que exerce efeitos negativos sobre o investimento. O investimento privado também é prejudicado na medida em que há a elevação da taxa de juros para financiamento da dívida pública, caracterizando o efeito do *crowding-out*.

Embora a defesa contra a discricionariedade da política fiscal tenha como argumento mais recorrente as premissas contidas no RET, há ainda outras abordagens que são levantadas. Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010) apresentam algumas delas: (i) se a política monetária já é capaz por si só de manter o hiato do produto estável (próximo, portanto, do seu patamar eficiente), não haveria motivos para adotar outros instrumentos; (ii) há um lapso de tempo entre a definição e a implementação das políticas fiscais, o que implica que seus efeitos tardam para surtir e seus impactos podem se iniciar em períodos demasiadamente atrasados; (iii) por fim, as políticas fiscais estão mais sujeitas às distorções de interesse político do que as políticas monetárias.

Além disso, a discricionariedade da política fiscal não é recomendada para que seja garantida a trajetória estável da dívida pública. A estabilidade fiscal é fundamental para o controle da inflação e, portanto, para o cumprimento do regime de metas estabelecido pela autoridade monetária, já que a ocorrência de sucessivos déficits fiscais leva à aceleração da inflação. Além destes impactos diretos sobre o nível de preços, em caso de elevação significativa da dívida pública, há a possibilidade de emergência de uma situação denominada por “dominância fiscal”, em que a política monetária se torna submissa ao contexto fiscal devido ao fato de que o Banco Central é pressionado para realizar a monetização da dívida. Porém, na hipótese de uma economia em que se espera que haja déficits públicos recorrentes, a credibilidade na solvência do setor público é reduzida e os riscos de um calote crescem, o que faz com que os agentes exijam prêmio de risco e taxas de juros maiores para estarem dispostos a adquirir os títulos de dívida emitidos. Ou seja, as percepções dos agentes quanto à trajetória futura da relação dívida pública/PIB impactam suas decisões de alocação da riqueza, pois os fluxos de capitais e as aplicações financeiras são afetados pelas expectativas a respeito da capacidade de solvência do setor público. Isto significa que o descontrole fiscal tem, portanto, influência sobre taxa de juros, taxa de câmbio e balanço de pagamentos. Em tais situações de dívida pública ascendente, o regime de metas de inflação precisa ser alterado ou até mesmo abandonado (Lopreato, 2013; Mishkin, 2008).

Nesse sentido, os novos-keynesianos defendem que a solvência fiscal é um pilar para a sustentação da estabilidade macroeconômica. De forma a evitar o crescimento em demasia da dívida pública, recomenda-se a aplicação de regras para a condução da política fiscal, aumentando a transparência e previsibilidade do orçamento público.

Assim, evita-se que os déficits fiscais ocorram frequentemente e se preserva a atuação adequada da política monetária sob comando do regime de metas de inflação. A disciplina fiscal indica o compromisso com a sustentabilidade da dívida em médio e longo prazo, sendo que o estabelecimento de metas fiscais contribui em grande medida neste aspecto, podendo servir também de âncora às expectativas de mercado. Por conseguinte, os limites à política fiscal são definidos pela concepção de sustentabilidade da dívida pública, da qual a efetividade da política monetária é dependente. Em outros termos, a plena eficácia do regime de metas de inflação exige reformas fiscais que promovam a transparência do orçamento público e assegurem a capacidade de solvência da dívida (Lopreato, 2013; Mishkin, 2008).

Contudo, posteriormente à crise, o consenso entre os novos-keynesianos a respeito das proposições de política fiscal se dissolveu: parte da literatura ainda preserva as ideias originais, enquanto outra parte introduziu uma nova interpretação (Pedrosa & Farhi, 2015). De acordo com Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010), a mudança de interpretação entre parte dos novos-keynesianos se deu por duas razões centrais: primeiro, porque houve o esgotamento das políticas monetárias na tentativa de estimular a economia, o que levou os formuladores de política macroeconômica a recorrerem aos instrumentos fiscais, numa nova tentativa de realização de política anticíclica. Segundo, a crise, desde sua gênese, já indicava que teria impactos em longo prazo, o que permitiria a adoção das políticas fiscais mesmo com a ocorrência dos lapsos temporais, conforme descrito previamente.

Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010) apontam que as novas recomendações propostas seguem a linha de que as políticas fiscais são importante instrumento de condução de políticas anticíclicas, mas em tempos de calma não devem ser orientadas de forma discricionária. Os motivos para isso são os mesmos apresentados anteriormente, com exceção das premissas da equivalência ricardiana, que passaram a ser relaxadas, como indica Arestis (2009). Além disso, Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010) adicionam o argumento de que, na situação em que as condições cíclicas se encontram favoráveis, políticas fiscais discricionárias não devem ser aplicadas porque nestes momentos deve-se criar espaço para atuação da política fiscal quando necessário. Em outros termos, a razão dívida/PIB deve ser reduzida, por meio de ajustes fiscais, para que seja possível a criação de uma reserva, de maneira a dar margem aos

formuladores de política macroeconômica para a promoção de gastos públicos ou corte de impostos em situações de crise.

Romer (2009) também advoga pelo uso de estímulos fiscais para catalisar a recuperação econômica em momentos de crise. Ainda que o pacote de estímulo fiscal possa ser custoso, os impactos sobre a dívida pública de longo prazo não são significativos, dado que a medida é excepcional e possui caráter temporário. Além disso, tal estratégia de condução da política fiscal evitaria um prolongamento da situação de desaceleração e estagnação da economia, que, se ocorresse, prejudicaria a arrecadação de receitas e poderia corroer as projeções fiscais de longo prazo. Reforçando a defesa pela adoção de política fiscal anticíclica, as estimativas dos multiplicadores fiscais indicam que os efeitos de uma redução de impostos ou de acréscimo de gastos sobre a economia são substanciais<sup>5</sup>. Nesse sentido, na situação em que os agentes se encontram com restrição de renda e há contração de crédito, por conta da crise, o acréscimo na renda real oriundo do estímulo fiscal tende a resultar numa propensão maior a consumir.

Ademais, Romer (2009) aponta que a adoção de políticas fiscais para estimular a economia também pode ter impacto sobre a expectativa e confiança dos agentes. A melhora do estado expectacional e de confiança tem efeitos positivos sobre as decisões de gasto das famílias e das empresas, o que contribui para acelerar a recuperação econômica.

Portanto, a crise financeira de 2008 foi um marco divisório para as diretrizes de política fiscal do pensamento novo-keynesiano. Se antes havia o consenso de que políticas fiscais discricionárias não deveriam ser aplicadas em nenhuma hipótese, agora uma parte dos autores defende que instrumentos fiscais sejam usados para promoção de políticas anticíclicas, mas nas situações de crises econômicas. De qualquer forma, nos momentos em que isso não se faz necessário, seguem as recomendações pela adoção de regras para conduzir as políticas fiscais, de maneira a zelar pela transparência e previsibilidade, para garantir, principalmente, a criação de espaço para estímulo da economia em caso de cenário adverso (neste caso, somente para o grupo que defende esta aplicação), a sustentabilidade da dívida e a efetividade da política monetária.

---

<sup>5</sup> De acordo com Romer (2009), os multiplicadores fiscais derivados de um aumento dos gastos públicos tendem a ser maiores do que os multiplicadores originados por um corte de impostos. Essa tendência se justifica pelo fato de que todo o acréscimo de dispêndio público é efetivamente gasto e, portanto, gera aumento no consumo, mas apenas uma parte de uma redução de impostos acaba sendo efetivamente gasta.

### 2.3 Política Cambial

A teoria novo-keynesiana, que defende a adoção da taxa de câmbio flexível, não confere à política cambial um papel de destaque dentre suas proposições principais. Isto não significa, no entanto, que tais políticas sejam negligenciadas, haja vista que a taxa de câmbio é uma variável de interesse para o cumprimento das metas de inflação, dado que as variações cambiais têm impacto sobre o nível de preços da economia.

Quanto à defesa pelo regime de câmbio flexível, isto se sustenta sob dois argumentos principais, como afirmam Corsetti, Kuester e Müller (2017). Em um mundo de alta mobilidade de capitais entre os países, a imposição de um valor fixo ou uma meta para a taxa de câmbio restringiria a liberdade dos formuladores de política econômica para atuar sobre a política monetária. Assim, primeiramente, a inexistência de uma meta cambial permite que os Bancos Centrais tenham liberdade para ajustar a política monetária em função dos ciclos reais de negócio; segundo, permite que as autoridades monetárias possam atuar na perseguição da meta de inflação estabelecida. Corsetti, Kuester e Müller (2017) ainda afirmam que a taxa de câmbio flexível permite que a efetividade da política fiscal seja fortalecida, ao viabilizar que a política monetária tenha condições de acomodar os efeitos dos gastos públicos sobre a inflação.

Ademais, Obstfeld (2020) indica que a flexibilidade da taxa de câmbio é capaz (ainda que não em todas as situações) de absorver os distúrbios oriundos da interação com as economias externas, de forma a aliviar eventuais restrições que o balanço de pagamentos possa causar à formulação das políticas macroeconômicas domésticas. Assim, dado o cenário de alta fluidez dos fluxos de capitais internacionais, o regime de taxa de câmbio flexível corresponde à melhor forma possível de se conciliar a liberdade e a soberania das políticas macroeconômicas com a abertura comercial e financeira dos países (Corsetti, Kuester, & Müller, 2017; Obstfeld, 2020).

Dada a adoção da taxa de câmbio flexível, sujeita a flutuações, Minella *et al.* (2003) afirmam que a volatilidade no mercado cambial exerce pressões inflacionárias e ainda provoca incertezas quanto às expectativas de inflação, podendo fazer com que as metas determinadas pelo Banco Central não sejam cumpridas. Neste aspecto, há um contraste entre o quadro apresentado às economias emergentes e às economias desenvolvidas. Como Kohlscheen (2011) destaca, a volatilidade da taxa nominal de câmbio é maior para os países emergentes do que para os Estados Unidos ou para os países da Zona do

Euro. Mishkin (2008) também afirma que as economias emergentes possuem maiores preocupações a respeito das flutuações da taxa de câmbio, quando comparadas às nações desenvolvidas.

Dessa forma, Minella *et al.* (2003) indicam que um dos principais desafios à implementação do regime de metas de inflação nos países emergentes é a volatilidade da taxa de câmbio. Outro ponto levantado por Mishkin (2008) é que, por seu histórico desfavorável e menor credibilidade no controle da inflação, os países emergentes tendem a possuir maior *pass-through* cambial. Em outros termos, o nível de preços é mais sensível às depreciações da taxa de câmbio, seja pelos efeitos da alta nos custos de importações, seja pelo crescimento das exportações.

Portanto, é preciso que os Bancos Centrais também levem em consideração a volatilidade do câmbio ao definirem a institucionalidade do regime de metas de inflação. Minella *et al.* (2003) ressaltam que as autoridades monetárias devem evitar o desencadeamento de pressões inflacionárias, pois estas podem vir a impossibilitar o cumprimento das metas, o que afetaria, por consequência, a credibilidade dos agentes na capacidade de o Banco Central conduzir a inflação para o centro da meta. Assim, posto que as flutuações cambiais são uma importante fonte de variações na taxa de inflação, o arcabouço do regime de metas precisa ter em vista a volatilidade da taxa nominal de câmbio.

Além das preocupações que concernem à estabilidade de preços e ao cumprimento das metas de inflação, Mishkin (2008) ainda traz outra perspectiva que reforça a importância de se acompanhar ativamente as variações na taxa de câmbio: o risco de geração de uma crise financeira. Em países com alto grau de dolarização das dívidas, ou seja, com elevado passivo denominado em dólar, depreciações cambiais são especialmente danosas porque levam a uma redução da riqueza líquida e consequente comprometimento da capacidade de quitação dos débitos. A perda em termos de riqueza líquida ocorre por conta do fato de que os ativos da economia são tipicamente denominados em moeda doméstica (que não cresce em valor) e os passivos estão denominados em dólar (cujo preço relativo cresceu em relação à moeda local). Nesta situação, ocorre um descasamento entre ativo e passivo, ocasionado pelo chamado *mismatch* cambial. Essa deterioração dos balanços, principalmente das empresas, levaria a uma profunda instabilidade financeira, aumento do risco de *default* e queda dos níveis

de investimento e de atividade econômica. Portanto, os Bancos Centrais também precisam estar atentos à volatilidade cambial para evitar a ocorrência de crises deste gênero.

Há, por conseguinte, dois fatores que impedem que as autoridades monetárias negligenciem os movimentos da taxa de câmbio: pressões inflacionárias e risco de crise financeira. Assim, para evitar desvalorizações abruptas da moeda doméstica em curto prazo, os Bancos Centrais, na situação em que este cenário se apresentar, devem atuar no mercado cambial para suavizar as flutuações da taxa de câmbio, com o objetivo de evitar ou mitigar os seus impactos sobre a economia local (Minella *et al.*, 2003; Mishkin, 2008).

Contudo, existem alguns riscos envolvidos ao se direcionar a atenção às variações na taxa de câmbio. Mishkin (2008) faz este alerta, dizendo que se as autoridades monetárias focarem demasiadamente em controlar a volatilidade cambial, emerge o risco de que a taxa de câmbio possa assumir o papel de âncora nominal das expectativas e prevalecer sobre as metas de inflação. Além disso, como afirmam Minella *et al.* (2003), ao atuarem no mercado cambial, os Bancos Centrais não devem levar a taxa de câmbio a níveis “artificiais” ou “insustentáveis”. A ação dos Bancos Centrais deve apenas se conter em reagir a variações cambiais, de forma a suavizá-las e amenizar os impactos sobre a inflação e evitar crises financeiras, como destacado anteriormente.

O controle da volatilidade cambial não deve ser tido como concorrente ao regime de metas de inflação, mas sim como concomitante. Respeitada a condição em que a atuação no mercado de câmbio é feita somente quando necessário (conforme as situações descritas), a taxa de câmbio é um instrumento adicional à disposição dos Bancos Centrais, dentro da institucionalidade das metas de inflação. Como Mishkin (2008) aponta, o estabelecimento das metas de inflação não se limita apenas à definição de um alvo para a variação do nível de preços. Corresponde também ao compromisso que a autoridade monetária assume em instituir que seu principal objetivo é a estabilidade da inflação – e, para isso, pode estabelecer o uso de alguns instrumentos, como taxas de juros e câmbio, por exemplo, ainda que a taxa de juros se preserve como o principal.

Além disso, dentre outros deveres assumidos em decorrência das metas de inflação, o Banco Central tem de zelar pela transparência e pela clara comunicação com o público

quanto aos objetivos de cada medida e às decisões que forem tomadas. Assim, qualquer intervenção realizada no mercado de câmbio deve ser a mais transparente possível, para que a credibilidade dos Bancos Centrais seja preservada e, ademais, para que os agentes tenham a confiança de que o compromisso com a estabilidade de preços precede sobre o controle da volatilidade cambial. Ressalta-se, desse modo, que a âncora nominal das expectativas continua sendo as metas de inflação.

No que diz respeito à forma com que os Bancos Centrais intervêm sobre o mercado de câmbio, Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010) apontam que a atuação pode ser através de acumulação de reservas ou de operações de esterilização cambial. A intervenção, no entanto, fica restrita ao curto prazo. Se, por exemplo, a redução no recebimento de fluxos de capitais estrangeiros for prolongada, o Banco Central conseguirá suavizar a volatilidade apenas de forma restringida. Há, portanto, limites à capacidade de atuação sobre a taxa de câmbio, a depender das características apresentadas pela economia em questão, como o grau de integração financeira com os mercados externos ou o volume de reservas acumuladas.

Gumus (2016) destaca a importância que o acúmulo de reservas internacionais tem para se fazer frente à volatilidade dos fluxos de capitais e, conseqüentemente, à volatilidade da taxa de câmbio. Isto pois, em caso de redução no fluxo de entrada de capital estrangeiro, por exemplo, o montante de reservas internacionais provê a liquidez necessária à autoridade monetária, para que esta possa atuar no mercado cambial de forma a suavizar as flutuações na taxa de câmbio. Em outras palavras, o acúmulo de reservas internacionais possui caráter precaucionário. Assim, tal medida também impacta a percepção de risco dos agentes, visto que aponta para uma maior ou menor capacidade de atuação do Banco Central para evitar crises cambiais e financeiras.

Cabe ressaltar que a necessidade de controle da volatilidade cambial, nos termos propostos pelos novos-keynesianos, faz-se presente com mais frequência para as economias emergentes, pois são estas que estão sujeitas à dolarização dos passivos, como demonstra Mishkin (2008), e, principalmente, que apresentam maior volatilidade de suas respectivas taxas de câmbio, como Kohlscheen (2011) afirma. Para as economias avançadas, a preocupação quanto à taxa de câmbio ocorreria somente em situações excepcionais.

Adicionando outro aspecto à discussão quanto ao controle da taxa de câmbio, Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010) afirmam que este é um exemplo da importante relação que existe entre políticas macroeconômicas e medidas de regulação. Se combinadas ambas, os instrumentos regulatórios e prudenciais ganhariam também dimensão macroeconômica. Assim, defendem que a taxa de juros é um instrumento adequado para lidar com a inflação e com a atividade econômica no agregado, mas para lidar com casos específicos, como composição do produto, financiamento e preços dos ativos, é preciso fazer uso de instrumentos também específicos, que podem envolver o âmbito da regulação econômica.

Em suma, a teoria novo-keynesiana promove a adoção do regime de câmbio flexível, em nome da liberdade e da soberania para formulação de políticas macroeconômicas. No cenário contemporâneo, marcado pela grande mobilidade dos capitais internacionais, ocorre que as taxas de câmbio estão sujeitas à alta volatilidade. Isto posto, as variações da taxa de câmbio não podem ser negligenciadas ao se definir o escopo do regime de metas de inflação, principalmente no caso das economias emergentes, devido ao fato de que podem exercer pressões inflacionárias. Porém, a taxa de câmbio é um instrumento adicional para assegurar o alcance da meta, mantendo-se o papel principal exercido pela taxa de juros. Além dos impactos inflacionários, a volatilidade cambial precisa ser observada porque desvalorizações da moeda doméstica podem desencadear crises financeiras. Dessa forma, no arcabouço novo-keynesiano, cabe às autoridades monetárias atuar no mercado de câmbio quando se faz necessário, em nome da estabilidade de preços e manutenção da atividade econômica, sem, contudo, estabelecer metas ou direcionar o nível da taxa de câmbio – que, em última instância, deve flutuar em função da dinâmica de oferta e demanda no mercado cambial.

Apresentadas as proposições gerais da teoria novo-keynesiana, os capítulos que se seguem procuram traçar um comparativo com o modelo chinês de políticas macroeconômicas. Busca-se, dessa forma, evidenciar os contrastes e demonstrar que, ao menos neste caso particular, a adoção de políticas alternativas se mostrou capaz de lograr êxito, inserida no contexto dos objetivos traçados pelo governo da China.

### **3 POLÍTICAS MACROECONÔMICAS NA CHINA ENTRE OS ANOS 2000-2009**

Encerrada a discussão quanto ao arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico, este capítulo e o próximo se propõem a apresentar o caso da China, buscando enunciar em que medida as políticas chinesas não se encontram em conformidade com as proposições da teoria *mainstream*. Entende-se que a China orientou suas políticas macroeconômicas conforme o estabelecimento de um projeto amplo de crescimento no longo prazo, firmado nos Planos Quinquenais.

O debate está dividido cronologicamente em dois períodos: (i) o decênio 2000-2009, que será abordado neste segundo capítulo e que compreende a entrada do país na Organização Mundial do Comércio (OMC), em 2001, e também o início da crise financeira internacional, em 2008; e (ii) o decênio 2010-2019, que será tratado no terceiro capítulo, apreendendo o período imediatamente posterior à crise financeira até o momento das tensões comerciais com os Estados Unidos, após a China se consolidar como importante ator da dinâmica econômica internacional, inclusive passando a ameaçar a posição hegemônica da maior economia global.

No entanto, também é preciso evidenciar as particularidades que envolvem o constructo institucional chinês. Para tanto, é importante abordar alguns fatores econômicos, políticos e históricos que tornam a China um caso *sui generis* em vários aspectos. Com isso em vista, este capítulo se inicia com uma seção que explora, ainda que brevemente, as principais transformações ocorridas desde o início das reformas econômicas, em 1978. Na seção seguinte, realiza-se o debate voltado às políticas macroeconômicas, com ênfase no período entre 2000 e 2009.

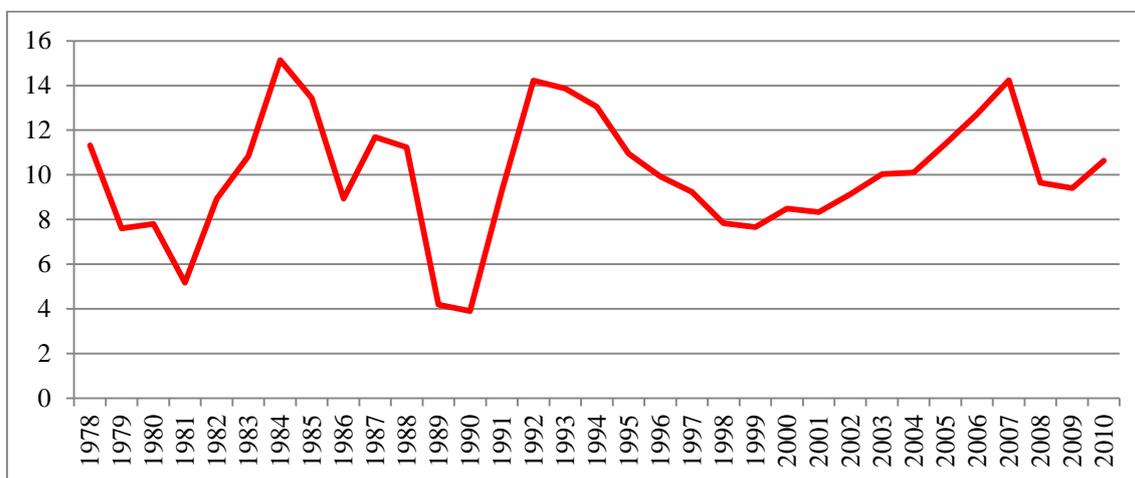
#### **3.1 As Reformas Econômicas: de uma economia planificada para uma economia socialista de mercado**

Medeiros (2013) afirma que, desde sua fundação, em 1949, a República Popular da China experimentou duas transformações fundamentais. A primeira se deu com o acelerado processo de industrialização, de 1958 a 1966, liderado pelo planejamento central do Estado. A segunda, a partir de 1978, diz respeito à transição de uma economia centralmente planificada para uma economia socialista de mercado.

Gao (1996) destaca que o planejamento central foi importante para a reconstrução da economia chinesa. Para coordenação dos objetivos, o governo chinês estabeleceu o primeiro plano quinquenal, em 1953, que guiaria os rumos de políticas das autoridades centrais. Ainda segundo o autor, esse sistema centralizado possibilitou as condições para o estabelecimento de um complexo industrial chinês, além de ter permitido uma melhora nas condições materiais da população. No entanto, embora o sistema de economia centralmente planejada tenha sido importante para o processo de industrialização do país, o desenvolvimento observado na segunda metade do século XX e os crescentes ganhos de complexidade da economia chinesa estavam por trazer à tona as vulnerabilidades e lacunas no sistema pautado pelo planejamento totalmente centralizado (Gao, 1996).

Desde o início das reformas econômicas, em 1978, não houve outro país que tenha se aproximado do nível de crescimento da China, como afirma Nonnenberg (2010). O gráfico 1 abaixo, com dados do Banco Mundial, demonstra o forte ritmo de crescimento anual do PIB chinês.

**Gráfico 1** – Crescimento anual do Produto Interno Bruto a preços de mercado, em % – China – (1978-2010)



**Fonte:** World Development Indicators (WDI), World Bank.

De acordo com Medeiros (2013), no período entre 1978, quando se iniciam as reformas estruturantes de Deng Xiaoping, até 2010, é possível distinguir três estratégias distintas de acumulação. A primeira, ao longo da década de 1980, esteve pautada pelos ganhos de produtividade na agricultura e pela exportação de bens de consumo leves; a segunda, vigente durante os anos 1990, teve como base a expansão e diversificação dos

investimentos e exportações, além da absorção da mão de obra excedente do campo pela atividade econômica urbana; por fim, a última estratégia, de 2001 em diante, foi marcada pelos investimentos em infraestrutura e na indústria pesada, além da continuidade do processo de urbanização.

Segundo Gao (1996), o entendimento da cúpula do Partido Comunista Chinês (PCC) era de que as reformas deveriam levar a ganhos de eficiência e, por consequência, promover o aumento da produtividade das empresas e trabalhadores, de forma a oferecer as condições necessárias para o crescimento em ritmo acelerado. Os ganhos de produtividade ocorrem primeiramente no setor agrícola. Isso se dá pelo início do processo de liberalização de preços, em 1979, como afirma Nonnenberg (2010). Segundo o autor, a reforma gradual do sistema de preços tem origem na agricultura, com o estabelecimento de um sistema duplo. Esse sistema determinava que cada TVE<sup>6</sup> (*Township and Village Enterprise*) deveria entregar uma cota fixa – definida pelas autoridades centrais chinesas – de sua produção agrícola a um preço predeterminado, enquanto o excedente poderia ser comercializado livremente no mercado. Desta forma, esse mecanismo funcionou como um incentivo à elevação da produtividade no campo. Juntamente da elevação da produtividade, Medeiros (2013) afirma que também houve crescimento da produção e da renda no campo.

Quanto às TVE's, além da produção agrícola, elas também respondiam por parte relevante da produção industrial. Naughton (1994) destaca o papel das TVE's no processo das reformas estruturais chinesas. O autor afirma que, até o início dos anos 1990, os coletivos rurais respondiam à maior parte da produção industrial chinesa, dentre as empresas que não eram de propriedade do Estado. De acordo os números apresentados por Naughton (1994), em 1992, 48% da produção industrial era de empresas estatais – denominadas pela sigla SOE's (*State Owned Enterprises*) – enquanto 27% advinha dos coletivos rurais. Além de ressaltar o papel relevante exercido pelas TVE's, cuja estrutura de propriedade não é de caráter privado, mas de caráter público, estes dados também demonstram que as reformas estruturais não significaram um rompimento com o papel do Estado chinês enquanto importante ator na dinâmica econômica.

---

<sup>6</sup> Masiero (2006) define as TVE's como empresas pertencentes aos governos locais (das vilas ou das *towns*, que são aglomerações populacionais maiores que uma vila, porém menores que uma cidade), ou pertencentes a grupos de trabalhadores destas regiões. Naughton (1994) se refere às TVE's como uma espécie de empresas de propriedade pública, tratando-as como coletivos rurais.

Além da fundamental presença por meio das SOE's, a atuação do Estado também foi relevante por meio da concessão de crédito e de incentivos, ainda que em âmbito descentralizado, com presença dos governos locais. Por exemplo, Naughton (1994) afirma que os governos locais foram importantes provedores de financiamento às TVE's, atuando também como garantidores na tomada de empréstimos. Os governos locais serviram como uma ponte que permitiu o acesso das TVE's ao sistema de crédito chinês. A ação do Estado de forma descentralizada neste aspecto foi bastante positiva às TVE's, na medida em que os governos locais tinham maior conhecimento quanto aos riscos destas empresas e poderiam melhor gerenciá-los, sem impedir o acesso dos coletivos rurais aos fluxos de capital.

Além disso, Naughton (1994) indica outros dois fatores que contribuíram para o crescimento das TVE's: (i) muitas TVE's puderam crescer porque atuaram como complemento às empresas estatais e (ii) várias TVE's se beneficiaram dos vínculos com as empresas do meio urbano.

Para Lo e Guicai (2006, apud Medeiros, 2013), além das reformas no campo, a criação das ZEE's (Zonas Econômicas Especiais) também foi importante para o crescimento econômico chinês ao longo da década de 1980. A combinação destas duas reformas induziu o desenvolvimento da economia por meio do mercado interno, através da expansão do consumo. Neste período, também iniciou-se o massivo êxodo da população rural para os centros urbanos.

As primeiras ZEE's foram criadas em 1980, todas no litoral sul da China, em Shenzhen, Shantou, Xiamen e Zhuhai. Nas ZEE's, as empresas recebiam incentivos fiscais e até espaços físicos (terrenos e prédios) do governo chinês, como benefícios para lá se instalarem. Ademais, essas regiões eram providas de boa infraestrutura de transportes e energia. O fato de várias empresas passarem a se concentrar nas ZEE's desencadeou uma espiral positiva nas décadas seguintes, pois as companhias puderam se beneficiar do fato de terem fornecedores próximos, o que também facilitou o transbordamento tecnológico entre elas. Já em 1984, devido aos bons resultados obtidos pelas quatro ZEE's originais, o governo chinês criou mais catorze ao longo do litoral do país (Nonnenberg, 2010).

Durante a década de 1980, as exportações de bens de consumo pouco intensivos em tecnologia (por exemplo, bens da indústria têxtil e de brinquedos) cresceram

significativamente. Estes bens eram oriundos, em boa parte, da indústria instalada nas ZEE's. Ao mesmo tempo, também se elevaram as importações de máquinas e equipamentos. O controle das importações e exportações era regulado pelo governo chinês, com a aplicação de regimes especiais e estabelecimento de um sistema dual de câmbio (Medeiros, 2013).

Quanto à grande migração de trabalhadores do campo para as cidades, Nonnenberg (2010) destaca que isso contribuiu para a manutenção dos salários em patamares baixos, mesmo com o crescimento da demanda por trabalho no meio urbano. Em outras palavras, o aumento da demanda por mão de obra foi compensado pela elevação da oferta de trabalho humano, o que permitiu que a remuneração fosse preservada em níveis baixos. O autor afirma que, pelo fato de que o salário real médio ter crescido muito próximo do PIB real (no período entre 1978 e 2006), e por conta de que a produtividade cresceu nesse intervalo de tempo, o custo unitário do trabalho foi reduzido – algo que foi, portanto, benéfico às empresas.

Para Medeiros (2013), a década de 1990 iniciou um novo ciclo político e econômico na China, em que Deng Xiaoping reafirmou sua liderança e deu continuidade no processo de reformas econômicas. Como afirma Gao (1996), na 14ª Conferência do Partido Comunista Chinês, em 1992, foi estabelecido que as reformas, de caráter institucional, fossem orientadas ao estabelecimento de uma nova economia socialista de mercado.

Gao (1996) ressalta que o estabelecimento de uma economia de mercado não corresponde a privatizações ou ao fim da atuação central do governo chinês. Neste novo sistema, as propriedades pública e privada coexistem, sem que uma tenha que prevalecer sobre a outra. O autor ainda destaca que as reformas eram conduzidas visando a promoção dos três itens estabelecidos por Deng Xiaoping: o desenvolvimento da produtividade, o fortalecimento do poder nacional e a melhora do padrão de vida da população chinesa.

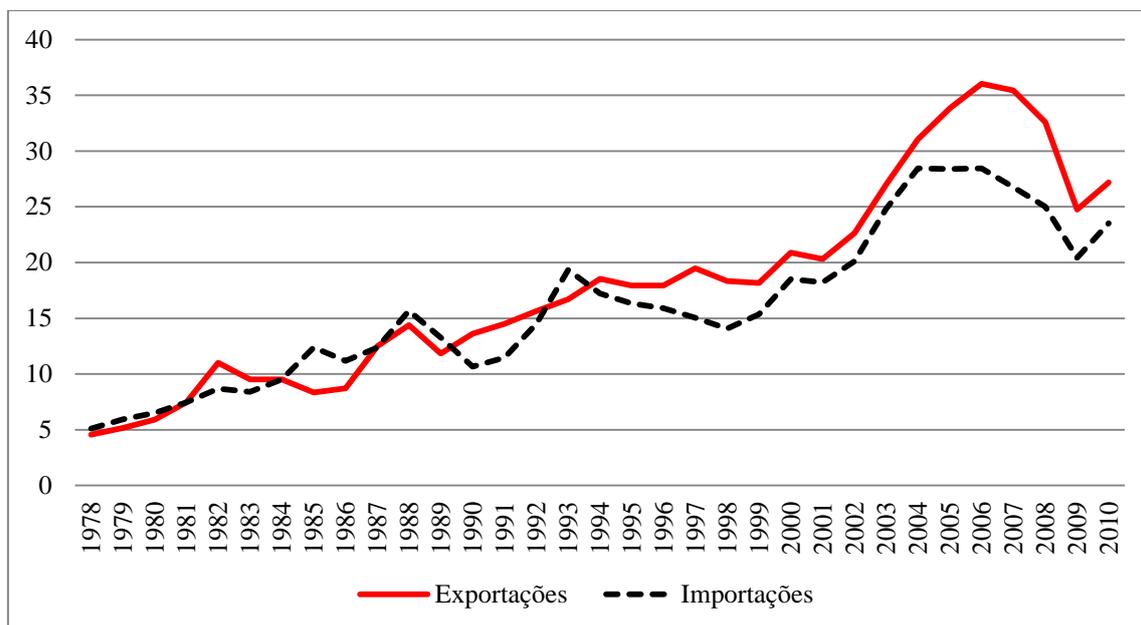
A respeito do ciclo econômico dos anos 1990, este se caracteriza pelo crescimento do investimento direto estrangeiro (IDE) e das exportações. Apesar disso, o motor do ciclo ficou a cargo da elevação dos investimentos em formação bruta de capital fixo – tanto das empresas estatais quanto das empresas privadas – e da grande expansão do consumo interno (Medeiros, 2013).

O crescimento no recebimento de IDE se deve à entrada seletiva de empresas estrangeiras na China, em um processo coordenado pelo Estado. A permissão à entrada, somente em setores selecionados, dada a proteção concedida às SOE's em setores prioritários e às demais empresas domésticas, requeria o estabelecimento de *joint ventures* entre as grandes companhias estrangeiras e as companhias chinesas, de forma a assegurar o compartilhamento de tecnologia e *know-how*. Estas medidas visavam o desenvolvimento da indústria nacional. Assim, embora a contribuição direta do IDE sobre o crescimento econômico não tenha sido relevante, seu papel foi fundamental ao processo de crescimento, visto seu grande impacto sobre o desenvolvimento do parque industrial chinês (Borghi, 2015).

De acordo com Medeiros (2013), o investimento foi o maior indutor da economia chinesa após o início das reformas estruturais, fazendo com que o caso chinês se diferenciasse de outras experiências asiáticas, essencialmente no que diz respeito à estabilidade do crescimento do PIB. Enquanto outras economias asiáticas se mostraram mais sensíveis às oscilações nas exportações, a China apresentou crescimento econômico mais estável, pois desenvolveu um padrão distinto de desenvolvimento, centrado no mercado interno. Na mesma linha, Nonnenberg (2010) afirma que, embora o investimento também tenha sido estimulado pelas expectativas de aumento nas exportações, a contribuição direta das exportações líquidas ao crescimento não foi tão significativa.

Ainda que as exportações líquidas não respondam em grande medida pelo crescimento da economia chinesa, há de se destacar que o comércio com o mercado exterior foi fortemente ampliado desde que as reformas foram iniciadas. Pelos dados do gráfico 2, é possível notar a intensificação do comércio exterior desde o início das reformas econômicas, em 1978. É interessante observar que, a partir de 1994, há a persistência de superávits comerciais. Em 1994, como é destacado por Medeiros (2013), houve uma reforma na política cambial chinesa. A taxa de câmbio foi unificada e nominalmente indexada ao dólar em patamar desvalorizado. Como produto da política de câmbio desvalorizado, houve importante crescimento das exportações. No mesmo período, também houve crescimento dos fluxos recebidos de IDE. Assim, a década de 1990 tem como legado uma maior integração da economia chinesa com o resto do mundo, antecedendo seu ingresso na Organização Mundial do Comércio, em 2001.

**Gráfico 2** – Exportação e importação de bens e serviços, em % do PIB – China – (1978-2010)



**Fonte:** World Development Indicators (WDI), World Bank.

Como demonstra Medeiros (2013), ainda que as reformas institucionais ocorridas na economia chinesa tenham, em certa medida, caráter pró-mercado, o Estado preservou seu papel central na dinâmica econômica. O processo de crescimento econômico continuou a ser liderado pelo Estado, coordenado por meio dos sucessivos Planos Quinquenais. O desenvolvimento da indústria se deu pela ativa participação das SOE's, além das políticas de investimento estatal e da participação de bancos públicos na concessão de financiamentos. O controle da taxa de câmbio e a regulação dos fluxos financeiros externos também foram fundamentais. Nas palavras de Medeiros (2013, p. 435), as transformações estruturais “ocorreram sem interromper a trajetória de acumulação liderada pelo Estado”.

Portanto, pode-se dizer que, ao menos no âmbito econômico, as reformas iniciadas em 1978 alcançaram êxito ao atingir os resultados estabelecidos pelo governo central chinês. O processo de reestruturação do sistema permitiu a viabilização de uma trajetória de crescimento sustentado e em ritmo acelerado, voltado para o mercado interno, diferentemente de outras experiências asiáticas. Isso foi possível, em grande medida, pela existência de um vasto mercado consumidor doméstico e por um forte processo de urbanização e de obras de infraestrutura, como destaca Medeiros (2013).

Além disso, as reformas graduais conduziram a China a uma maior integração com os mercados internacionais, como forma de também superar gargalos tecnológicos e de restrição de divisas estrangeiras, para complementar os recursos domésticos e prover as condições necessárias ao crescimento econômico (Borghi, 2015).

O resultado das reformas do fim do século XX, portanto, tornou possível o extraordinário desempenho econômico do início do século XXI. A primeira década deste século será tratada na seção seguinte, visando a abordagem das políticas macroeconômicas, que foram adotadas com o objetivo de manter a forte trajetória de crescimento do país. Nesse sentido, procura-se destacar que estas políticas, distintas das recomendações propostas no arcabouço novo-keynesiano, obtiveram êxito e tornaram possível o cumprimento dos planos de longo prazo do governo chinês.

### **3.2 As políticas macroeconômicas**

Como evidenciado tanto por Medeiros (2013) quanto por Nonnenberg (2010), há várias leituras distintas a respeito dos condicionantes do extraordinário crescimento econômico da China nas últimas décadas. A combinação de fatores que conduziram o desenvolvimento chinês depende, portanto, da abordagem em questão. Dentre os elementos que contribuíram ao crescimento, um deles é o conjunto de políticas macroeconômicas que foi adotado pelas autoridades chinesas. Não é o foco principal deste trabalho analisar em que medida as políticas macroeconômicas foram importantes para o processo de crescimento, mas analisar o escopo destas políticas e estabelecer uma comparação com as recomendações da teoria *mainstream* alicerçada no arcabouço novo-keynesiano. Busca-se demonstrar que a China oferece uma experiência alternativa em termos de proposição de política macroeconômica, em contraste com o que foi convencionalmente adotado nos países avançados.

Conforme ressaltado anteriormente, a presente discussão tratará das políticas macroeconômicas adotadas no século XXI. O presente capítulo abordará o período entre 2000 e 2009, que abrange o 10º e o 11º Planos Quinquenais.

Para efeito de contextualização, Hu, Wang e Yan (2006) destacam que o período do 10º Plano Quinquenal (de 2001 a 2005) ficou marcado pela aceleração do processo de urbanização e pela maior integração com a economia mundial, após a entrada da China na OMC. Ao longo destes anos, vários indicadores sociais demonstram que houve uma

melhora no padrão de vida da população chinesa, devido a grandes investimentos em infraestrutura, educação e ciência e tecnologia. No entanto, Fan (2006) faz a ressalva de que estes avanços não chegaram à China inteira, revelando a profunda desigualdade regional ao longo do território chinês.

O 11º Plano Quinquenal (de 2006 a 2010), por sua vez, assumiu o compromisso de difundir os frutos do desenvolvimento econômico a mais regiões do país, como ressalta Fan (2006). A autora destaca o ganho de relevância internacional que a China observou durante os anos iniciais da década, tanto em termos econômicos como em termos de geopolítica, mas salienta que é preciso promover uma melhor distribuição de renda entre as pessoas e regiões chinesas.

Quanto às políticas macroeconômicas em si, Flassbeck, Dullien e Geiger (2005) afirmam que a combinação de taxas de juros baixas, câmbio competitivo e políticas fiscais anticíclicas, associada a uma baixa inflação, criaram uma condição macroeconômica favorável ao crescimento sustentável, de forma que não foi vista em nenhum outro país do mundo. Esse conjunto de circunstâncias tornou possível a grande acumulação de capital e a rápida penetração da China nos mercados globais.

Flassbeck, Dullien e Geiger (2005) também destacam a importância das reformas de política macroeconômica que ocorreram em 1994, visando o estabelecimento de políticas voltadas ao crescimento. Estas reformas foram responsáveis por viabilizar a criação do ambiente macroeconômico favorável acima citado. A existência dessa conjuntura estável e pró-crescimento proporcionou, tanto aos investidores domésticos quanto estrangeiros, a confiança necessária, em termos expectacionais, para a realização dos amplos investimentos em capital fixo.

Assim como foi feito no primeiro capítulo, a exposição estará dividida em três seções, em que cada uma abordará o conjunto de políticas monetárias, fiscais e cambiais, respectivamente.

### *3.2.1 Política Monetária*

No âmbito das políticas monetárias, a presente seção aborda seu escopo no contexto da economia chinesa, tratando dos instrumentos, objetivos e canais de transmissão, que, como se procurará demonstrar, diferem da institucionalidade do regime de metas de inflação, recomendado pela literatura novo-keynesiana para condução da política

monetária. Na sequência, serão apresentadas as políticas que foram efetivamente adotadas pelas autoridades chinesas ao longo da década.

Desde o início dos anos 1990, há um esforço da China em criar a institucionalidade necessária para que o People's Bank of China (PBC), o Banco Central chinês, fosse plenamente capaz de transmitir as suas ações ao nível de demanda agregada. A taxa de juros de curto prazo não se mostra, por si só, como o único instrumento efetivo. Isso implica que o crédito e o controle dos agregados monetários também se constituem em elementos importantes de política monetária no caso chinês. Ainda assim, desde o início dos anos 2000, é crescente a importância e o uso ativo da taxa de juros enquanto instrumento de política monetária (Guo *et al.*, 2011).

He e Wang (2012) destacam que o escopo de política monetária na China envolve várias metas (como inflação, crescimento econômico, estabilidade financeira, reserva monetária e crédito no sistema bancário) e vários instrumentos (a exemplo de distintas taxas de juros, como as taxas de redesconto, taxas de empréstimo e de depósito bancários, além das exigências de reserva e operações em mercado aberto). Este amplo escopo de instrumentos e objetivos se contrasta em relação às economias avançadas, que tipicamente possuem uma meta e um instrumento, sob a égide do regime de metas de inflação. Nisto, já é possível, portanto, indicar uma primeira diferenciação entre as políticas monetárias chinesas e as proposições novo-keynesianas. Ademais, Laurens e Maino (2007) indicam que, diferentemente da concepção de independência do Banco Central nos termos novo-keynesianos, as decisões de política monetária que concernem ao PBC precisam passar por aprovação do Conselho de Estado chinês.

É importante também destacar que as autoridades chinesas não estabelecem metas explícitas para a condução de política monetária. Como indicam He e Wang (2012), estas metas são meramente implícitas. Isso revela um importante contraste em relação ao regime de metas de inflação, uma vez que, neste modelo, a meta explicitada aos agentes serve de âncora às expectativas. Na ausência do estabelecimento de uma meta, não é possível, por definição, que haja qualquer tipo de ancoragem, ou seja, não há possibilidade dos agentes ancorarem suas expectativas sobre algo que não está objetivamente estabelecido. Como demonstrado ao longo do primeiro capítulo, o fator expectacional é preponderante na construção dos modelos novo-keynesianos.

Segundo Laurens e Maino (2007), numa espécie de hierarquia entre as múltiplas metas existentes na China, o controle da inflação e o crescimento econômico encontram-se no primeiro plano. A meta intermediária diz respeito aos agregados monetários, enquanto a reserva de moeda é a dita meta operacional.

A respeito do sistema de taxa de juros na China, de acordo com He e Wang (2012), este se constitui em uma “via de mão dupla” (*dual-track system*, nos termos originais, em inglês). De um lado, as taxas de juros sobre empréstimos e depósitos bancários são reguladas pelo PBC, por meio do estabelecimento de um piso para as taxas de empréstimo e um teto para as taxas de depósito, enquanto, por outro lado, o mercado determina as taxas de juros do mercado monetário e de títulos.

Quanto à taxa de juros do mercado monetário e de títulos, a determinação desta se dá no mercado interbancário, também acessível a quase todos os investidores institucionais domésticos. Ao longo dos anos 2000, o desenvolvimento do mercado interbancário foi significativamente acelerado. O estabelecimento deste robusto mercado abriu um novo canal de transmissão para a política monetária, visto que a taxa de juros nele determinada também é influenciada pela taxa de juros bancária, regulada pelo PBC, dada a fluidez dos fluxos de capital entre o sistema bancário e o mercado monetário e de títulos (He & Wang, 2012).

De acordo com He e Wang (2012), os instrumentos de política monetária utilizados com mais frequência são: (i) o RRR (*Reserve Requirement Ratio*, que em tradução livre corresponde às reservas compulsórias), (ii) as referências de taxas de juros para empréstimos e depósitos bancários e (iii) as emissões de títulos do PBC. No que diz respeito ao impacto destes instrumentos sobre a taxa de juros do mercado interbancário, há uma diferença entre eles. He e Wang (2012) demonstram que a taxa de juros determinada no mercado interbancário é mais sensível aos movimentos da taxa de juros dos depósitos bancários e às flutuações do RRR, mas é afetada em menor grau pelas operações de mercado aberto.

O controle dos agregados monetários, por meio da emissão de títulos e operações em mercado aberto, é, portanto, um importante instrumento de condução de política monetária para o PBC, como também destacam Burdekin e Siklos (2008). No entanto, os autores ressaltam que o controle dos agregados monetários está condicionado à taxa de câmbio – o que, em certa medida, foi aliviado pela substituição do regime de câmbio

fixo pelo regime de flutuação administrada (tema que será tratado mais adiante), em 2005.

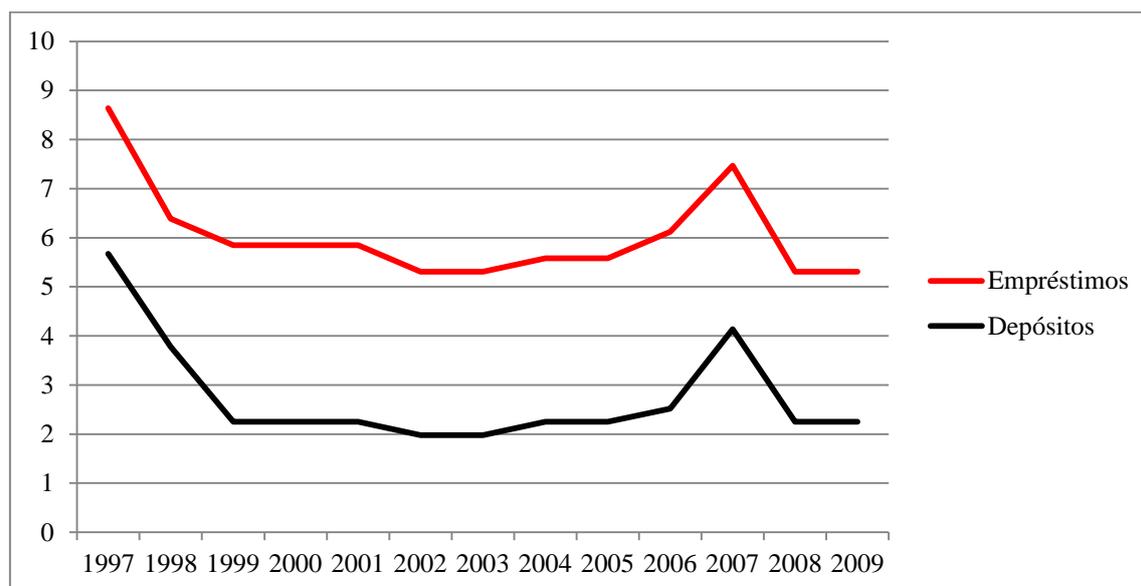
Conforme He e Wang (2012), os canais de transmissão da política monetária à economia real se constituem por dois elementos: o custo do crédito no sistema bancário e a meta quantitativa de crédito estabelecida pelo PBC. Em outras palavras, há a combinação de um elemento em termos de preço com um elemento quantitativo, respectivamente. Ou seja, o PBC possui uma vasta medida de controle do sistema bancário, por meio das políticas de ajustes do custo do crédito e do montante emprestado. Os autores reiteram ainda que os instrumentos de política monetária adotados na China se mostram efetivos, visto que são capazes de afetar o custo do crédito e, por conseguinte, exercem impactos sobre o lado da economia real. Neste sistema, o teto da taxa de juros sobre os depósitos bancários funciona como uma âncora quem mantém os juros em patamares geralmente baixos, como os autores salientam.

Apresentada em termos gerais a institucionalidade que envolve as políticas monetárias na China, é possível arguir que este escopo não se assemelha ao regime de metas de inflação, defendido pelos novos-keynesianos enquanto o sistema recomendável para condução das políticas monetárias. A presença de múltiplas metas (crescimento, inflação e volume de concessão de crédito, por exemplo) está alheia às recomendações comumente propostas pela teoria novo-keynesiana, assentadas na concepção de que a única meta deve estar dirigida à taxa de inflação. Da mesma forma, o uso de instrumentos não ortodoxos, relativos ao crédito e aos agregados monetários, não está alinhado às proposições do arcabouço teórico *mainstream*. Dessa maneira, a China, ao não se alinhar ao regime de metas de inflação, fornece uma experiência alternativa em termos de condução de política monetária, que se mostra efetiva e capaz de impactar a dinâmica econômica, de forma a conduzi-la adequadamente às metas estabelecidas.

Tratando agora do conjunto de políticas monetárias adotado ao longo do período analisado, de acordo com Xie e Luo (2002, apud Guo *et al.*, 2011), o ano de 1998 é um ponto de inflexão em termos da gestão da taxa de juros na China. Os autores pontuam que, até 1998, é relativamente consensual que o manejo da taxa de juros não era bem conduzido pelas autoridades chinesas; este cenário, contudo, é superado doravante. Guo *et al.* (2011) afirmam que, pelas pressões deflacionárias oriundas da crise financeira asiática de 1997, o PBC promoveu a redução das taxas de juros. A política de juros

baixos se mantêm até 2003, quando ocorre uma reversão da conjuntura econômica chinesa. As pressões deflacionárias dão lugar a pressões inflacionárias, o que leva o PBC a elevar as taxas de juros a partir de 2004. Essas flutuações podem ser apreendidas pelo gráfico 3.

**Gráfico 3** – Taxa de juros sobre empréstimos e depósitos bancários, em % – China – (1997-2009)



**Fonte:** World Development Indicators (WDI), World Bank.

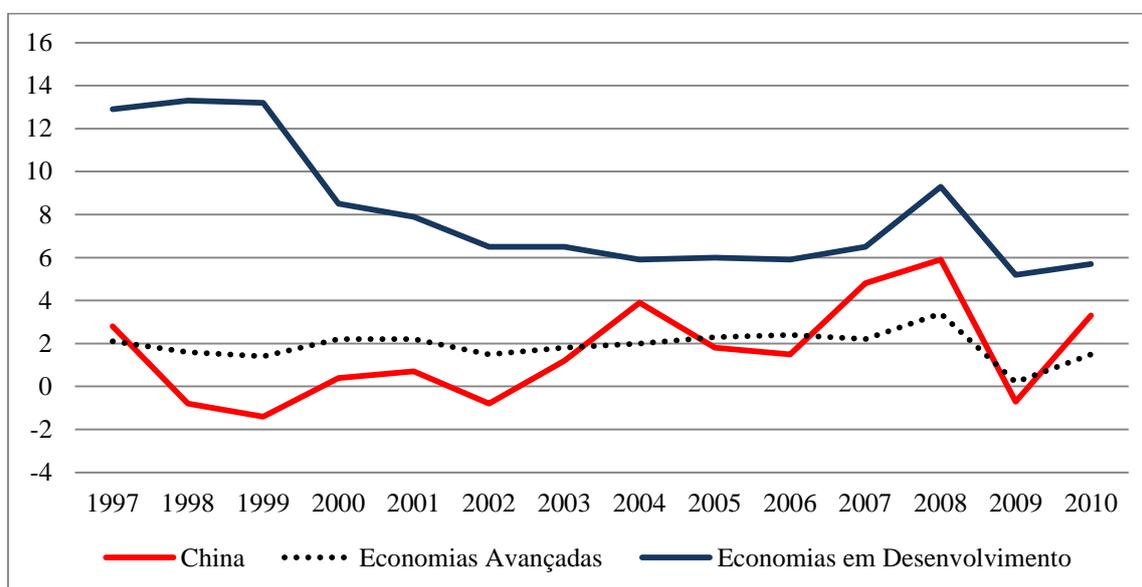
Quanto ao controle dos agregados monetários, Burdekin e Siklos (2008) argumentam que, devido às pressões pela desvalorização do Renminbi no início dos anos 2000, houve pouco espaço para a utilização deste instrumento como meio de combate à deflação, em nome da manutenção da taxa de câmbio fixo.

Entretanto, entre 2003 e 2004, devido à inversão do quadro conjuntural, como supracitado, também se invertem as pressões sobre a moeda chinesa, que, agora, passam a ser pela sua valorização. Por conta do aumento da entrada de fluxos de capital internacional na China e também em decorrência dos saldos comerciais superavitários, aumentam-se as reservas de moeda estrangeira. Para conter as pressões pela valorização do Renminbi, o PBC teve de promover a expansão da base monetária chinesa (Burdekin & Siklos, 2008).

Ainda assim, além das políticas macroeconômicas tradicionais, sejam elas monetárias, fiscais ou cambiais, o controle da inflação na economia chinesa também se faz pelo

controle de preços e salários, como pontuam Flassbeck, Dullien e Geiger (2005). A presença desses mecanismos, portanto, proporcionou maior liberdade de atuação às políticas macroeconômicas, para que pudessem agir em outras frentes. O gráfico 4 demonstra que, embora em alguns períodos houvesse uma oscilação significativa da taxa de inflação, ao longo de quase toda a década o índice se manteve em patamar baixo (especialmente se comparada a outras economias em desenvolvimento), exceção feita ao biênio 2007-2008. Ou seja, por estes dados, é possível inferir que a inflação foi devidamente controlada durante o período.

**Gráfico 4** – Taxa de inflação anual, em preços ao consumidor, em % – China, economias avançadas e economias em desenvolvimento – (1997-2010)

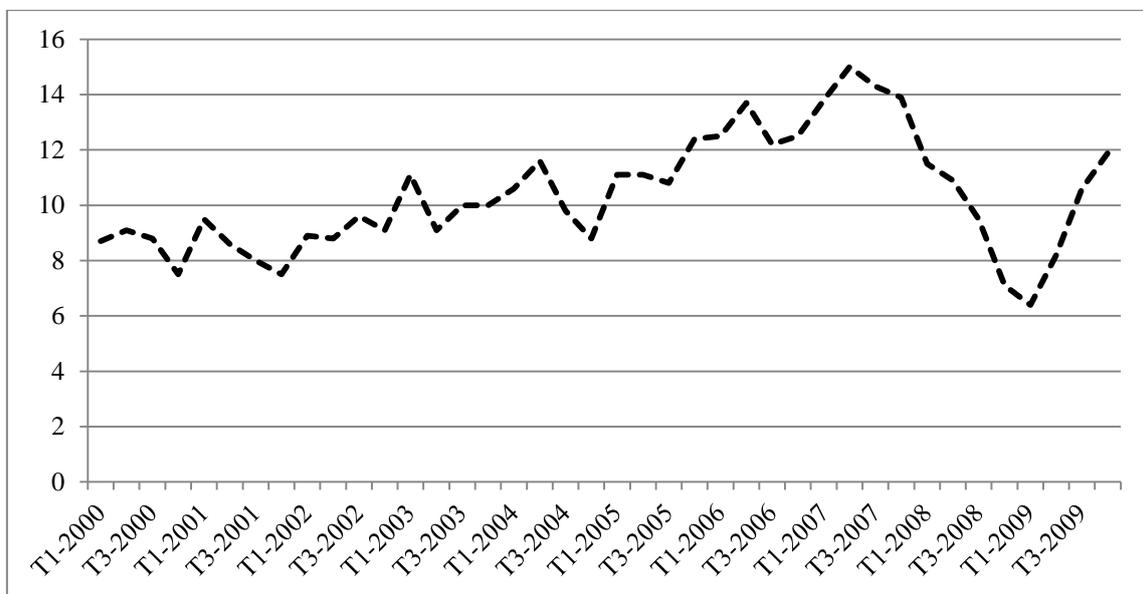


**Fonte:** IMF Data Mapper, International Monetary Fund.

No ano de 2008, a economia chinesa experimentou uma forte desaceleração econômica, como afirma Naughton (2009), em decorrência da conjuntura doméstica e da crise financeira internacional. Esse movimento pode ser captado pelo gráfico 5. Em resposta, no mês de novembro do mesmo ano, o governo chinês lançou um vasto programa de estímulo à economia, cujo teor contém ações de política monetária. Essas ações consistem, principalmente, em fomento ao fomento ao crédito bancário, por meio dos bancos públicos. Conforme indicam Xiang, Sharma e Zhang (2019), os bancos públicos são dominantes no sistema bancário chinês. Os cinco principais bancos comerciais, denominados por *big five*, são de propriedade majoritária do Estado chinês e possuem atuação sobre setores específicos da economia chinesa, conforme afirma Banton (2020).

São eles: Industrial & Commercial Bank of China, China Construction Bank Corporation, Agricultural Bank of China, Bank of Communications e o Bank of China.

**Gráfico 5** – Crescimento trimestral do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior, ajustado sazonalmente, em % - China – (2000-2009)



**Fonte:** OECD Stat, Organisation for Economic Co-operation and Development.

As políticas de fomento ao crédito bancário surtiram efeito em um breve intervalo. Logo no primeiro trimestre de 2009, pouco após a promulgação do programa de estímulos, o montante total de empréstimos bancários apresentou crescimento bastante vigoroso, de RMB 4,6 trilhões. A maior parte desse crédito, cerca de 90%, foi injetado nas empresas não financeiras; os quase 10% restantes, por sua vez, se direcionaram ao consumo das famílias (Naughton, 2009).

Naughton (2009) destaca que a injeção de liquidez realizada na China se difere das medidas de *quantitative easing* (QE) que foram adotadas nos Estados Unidos. As políticas de QE consistiam na compra de ativos por parte do Federal Reserve, visando a recuperação do fragilizado sistema bancário estadunidense. O sistema bancário chinês, entretanto, por não se encontrar na mesma situação, não tinha a necessidade do resgate de seus balanços financeiros. Assim, diferentemente da experiência com as políticas de QE, o crédito inserido na economia chinesa se direcionou ao consumo e imediatamente criou novo poder de compra.

Dentre as outras medidas em termos de política monetária, o governo central chinês emitiu RMB 200 bilhões em títulos do Tesouro para financiamento de despesas dos governos locais. Estas despesas deveriam estar relacionadas ao plano de investimentos contido no programa de estímulos de 2008, que será abordado em detalhes na seção seguinte, sobre políticas fiscais. Além disso, outra medida adotada diz respeito à liberação de emissão de títulos de dívida das empresas. Entre o último trimestre de 2008 e fevereiro de 2009, as empresas emitiram títulos de dívida que, no total, corresponderam a RMB 130 bilhões (Naughton, 2009).

Ademais, há de se mencionar que, como já ilustrado anteriormente no gráfico 3, foi promovida uma significativa redução das taxas de juros sobre os empréstimos e depósitos bancários. A taxa sobre os empréstimos caiu de 7,47% em 2007 para 5,31% em 2008, mantendo-se no mesmo patamar em 2009; a taxa sobre os depósitos, por sua vez, foi reduzida em quase 1,9 ponto percentual de um ano para o outro, passando de 4,14% em 2007 para 2,25% em 2008, permanecendo constante no ano seguinte.

Pelo gráfico 5, apresentado acima, é possível perceber que rapidamente, já ao longo de 2009, a economia chinesa retomou a aceleração do crescimento. Isso é uma evidência da efetividade do pacote de estímulos das autoridades chinesas, que prontamente se mostrou capaz de impactar a demanda agregada.

Considerados os objetivos para a condução da política monetária que constam formalmente na legislação do PBC, que são a estabilidade da moeda e a promoção do crescimento econômico, conforme afirmam He e Wang (2012), é possível concluir que as medidas adotadas pelo PBC obtiveram êxito. A experiência chinesa em termos de política monetária se constitui, portanto, em uma alternativa à abordagem convencional da literatura *mainstream*.

### 3.2.2 Política Fiscal

A política fiscal é um importante instrumento de política anticíclica no contexto da economia chinesa. Como indicam Guo *et al.* (2011), a política fiscal assume este papel a partir da crise financeira asiática de 1997, quando as autoridades chinesas, visando estimular a demanda agregada doméstica, adotaram políticas fiscais expansionistas. Essas medidas foram importantes para a preservação do ritmo de crescimento à época.

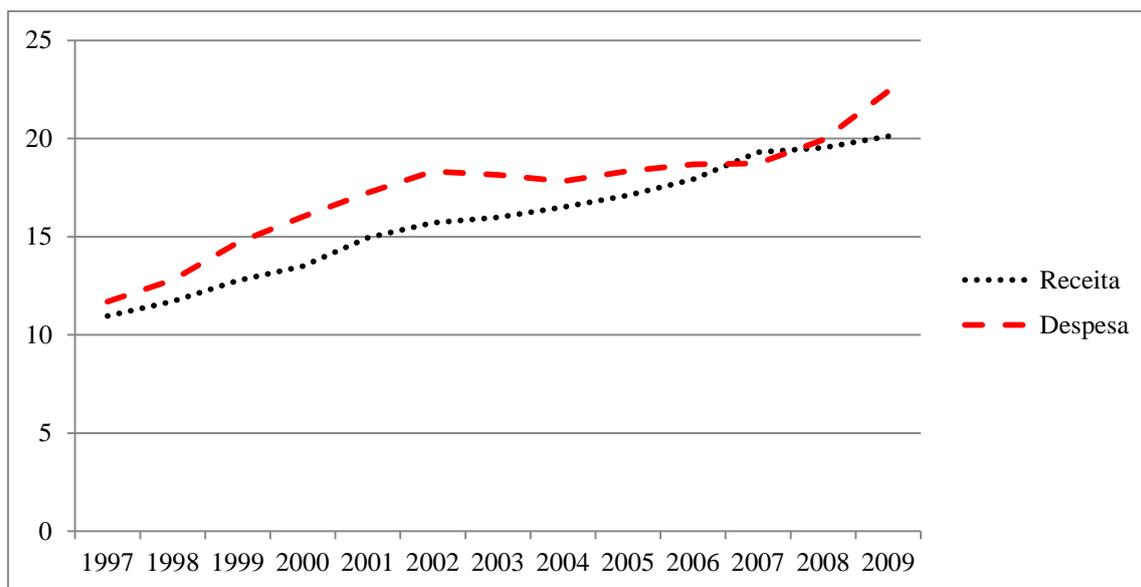
Por conta do regime cambial, há uma restrição no uso da taxa de juros de curto prazo enquanto instrumento de política macroeconômica, o que faz com que a política fiscal tenha uma função mais proeminente no ajuste da economia chinesa, conforme afirmam Flassbeck, Dullien e Geiger (2005).

A política fiscal é usada como instrumento não somente para estimular a demanda agregada, mas também para contê-la – a exemplo do ocorrido em 2003, quando emergiram preocupações a respeito de um possível excesso de investimento e superaquecimento da economia chinesa, como indicam Dunaway e Fedelino (2006). Há um compromisso explícito das autoridades chinesas com a manutenção de um padrão de crescimento sustentável, como demonstram Cunha, Biancarelli e Prates (2007): o superaquecimento poderia incorrer na fadiga da infraestrutura doméstica, com desdobramentos sobre o meio ambiente e sobre os preços de *commodities*. A contenção do ritmo de expansão se fez necessária para preservar o crescimento em longo prazo.

De imediato, há, portanto, dois contrastes a se destacar entre as proposições novo-keynesianas e o escopo de políticas fiscais chinesas. Primeiro, percebe-se que as políticas fiscais possuem caráter central no caso chinês, diferentemente do modelo novo-keynesiano, em que possuem papel secundário, subordinado à política monetária. Além disso, a política fiscal na China se constitui em importante elemento de política anticíclica desde o fim dos anos 1990, muito antes da mudança de interpretação de parte dos novos-keynesianos, que ganha força apenas a partir da crise financeira de 2008, diante da necessidade de estímulos econômicos.

O gráfico 6 evidencia o uso de instrumentos fiscais para realização de política anticíclica. O governo chinês amplia a proporção de seus gastos em relação ao PIB de 1998 a 2002, como resposta à crise financeira asiática. No mesmo período, as receitas do governo também crescem, mas em proporção menor. Assim, o déficit público, que foi de 1,09% do PIB em 1998, chega a 2,62% do PIB em 2002.

Pelo gráfico também é possível notar o ponto de inflexão que há em 2003, para contenção do aquecimento da economia. De 2003 a 2006 o déficit público se reduz, até a ocorrência de um superávit de 0,58% do PIB em 2007, como resultado de uma redução da despesa em termos relativos e/ou aumento da receita do governo, também em termos relativos.

**Gráfico 6** – Receitas e Despesas do Governo, em % do PIB – China – (1997-2009)

**Fonte:** China Statistical Yearbook (2010), National Bureau of Statistics of China e cálculos do autor.

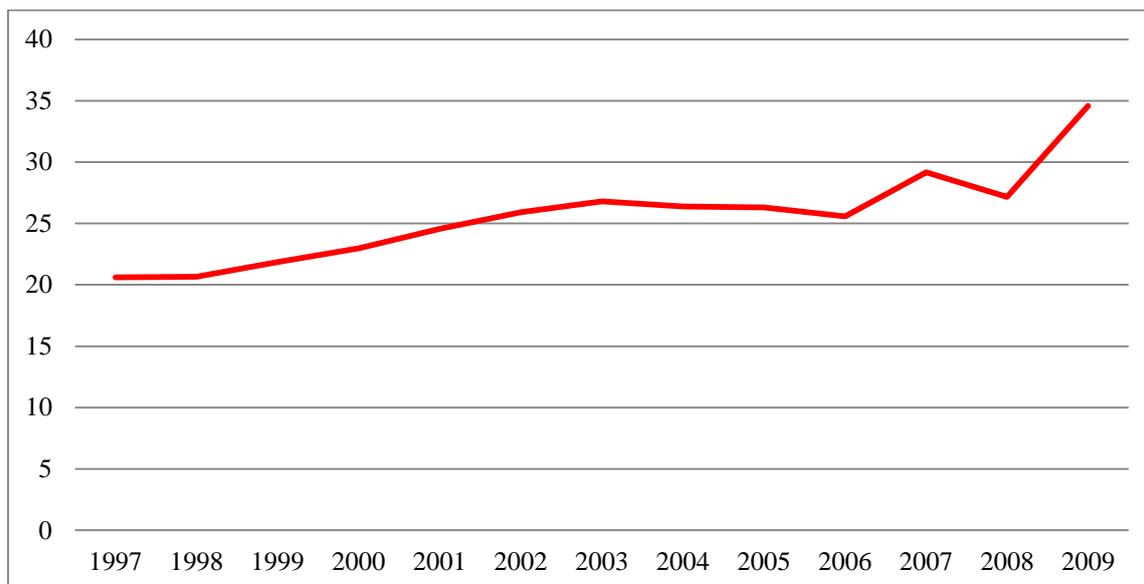
Tanto Dunaway e Fedelino (2006) como Guo *et al.* (2011) destacam uma virada no uso da política fiscal em meados da década. Desde a crise financeira asiática até 2005, a política fiscal era tratada pelas autoridades chinesas como “proativa”, seja estimulando a demanda agregada, até 2003, para mitigar os efeitos perversos da crise sobre a atividade econômica, seja contendo-a, para evitar o superaquecimento. A partir de 2005, as autoridades passaram a tratar a política fiscal como “neutra”. Esse cenário se reverte em 2008, com a gênese da crise financeira internacional.

No que diz respeito ao estoque de dívida pública em relação ao PIB, nota-se pelo gráfico 7 que há uma trajetória ascendente ao longo da década. No entanto, para o caso chinês isto não se constitui como um elemento de preocupação central, visto que, conforme Blanchard e Giavazzi (2006) afirmam, na situação em que a taxa de crescimento é muito superior à taxa de juros que incide sobre a dívida, tal como na China, as preocupações quanto à dinâmica da dívida são dirimidas, dado que haveria o controle da razão dívida pública/PIB.

Assim, ainda que a trajetória crescente do nível de dívida pública pudesse sugerir um motivo para atenção, isto não se constitui na prática. As autoridades chinesas, inclusive, ampliam o estoque da dívida após 2008, devido aos estímulos fiscais em resposta à crise

financeira internacional eclodida naquele ano. Dessa maneira, o governo chinês aparenta não partilhar das mesmas preocupações que os novos-keynesianos possuem quanto à trajetória da dívida pública. Cabe ressaltar, no entanto, que a experiência chinesa é excepcional, na medida em que a taxa de crescimento apresentada é bastante superior à taxa de juros incidente sobre a dívida.

**Gráfico 7** – Dívida bruta do setor público, em % do PIB – China – (1997-2009)



**Fonte:** IMF Data Mapper, International Monetary Fund.

Em termos de política fiscal, os eventos mais significativos da década se dão a partir de 2008, com a adoção do pacote fiscal para estímulo da demanda agregada após a crise financeira internacional. Portanto, o maior enfoque desta seção será dado a estas medidas.

Naughton (2009) destaca que a economia chinesa já dava sinais de desaceleração durante os três primeiros trimestres de 2008, por conta do cenário doméstico. No último trimestre, emerge um novo choque advindo do cenário externo, com a eclosão da crise financeira. A união destes fatores convenceu as autoridades chinesas a lançarem um vigoroso programa de estímulo à demanda agregada, cujo teor se divide em três componentes: (i) um pacote fiscal, que contém investimentos em 6 grandes áreas; (ii) um pacote de estímulo ao crédito e (iii) um pacote de políticas industriais, que abrange aspectos dos dois primeiros pacotes, como investimentos estatais, subsídios ao consumo das famílias por bens manufaturados e políticas de acesso ao financiamento.

O anúncio do programa de estímulo foi feito em 5 de novembro de 2008, após uma reunião do Conselho de Estado da China. O governo chinês divulgou a adoção de um pacote fiscal de RMB 4 trilhões, a serem gastos do último trimestre de 2008 até o fim de 2010. O montante deste valor corresponde a 12,5% do PIB chinês de 2008. Nos documentos oficiais do governo, o compromisso dessa política era com a expansão da demanda doméstica e com a estabilidade do rápido crescimento. Cabe salientar que as ações das autoridades chinesas foram imediatas, contemplando um aumento de RMB 100 bilhões no investimento público já no último quarto de 2008 (Naughton, 2009).

Além da liberação de uma parcela do programa fiscal no fim de 2008, o governo chinês lançou a segunda parcela no primeiro trimestre de 2009, no valor de RMB 130 bilhões. Em ambas as situações, a maior parte do montante (mais de 70%) foi destinada aos governos locais, que fariam a decisão de alocação dos gastos, ficando os menos de 30% restantes ficaram sob responsabilidade do governo central. Essa estratégia de distribuição dos recursos se deve ao fato de que as autoridades chinesas desejavam que o impacto dessas medidas fosse imediato à população, de maneira a incentivar o consumo, haja vista que os governos locais estão mais próximos e têm melhor conhecimento quanto às necessidades da região. Os investimentos do governo central, por sua vez, se concentram em projetos de infraestrutura de grande escala, mais complexos e cujos efeitos demoram mais para surgir. Dessa maneira, os gastos dos governos centrais se concentraram nas áreas de saúde, educação, proteção ao meio ambiente, infraestrutura rural e habitação (Naughton, 2009).

Do montante de RMB 4 trilhões do pacote fiscal, Naughton (2009) separa RMB 1 trilhão, valor destinado a investimentos de reconstrução por conta do terremoto ocorrido em meados de 2008. Segundo Naughton (2009), o valor referente aos gastos pelo terremoto se trata de um caso à parte, inclusive não sendo gerenciado pelos mesmos canais que foram usados para direcionar os investimentos do restante do pacote fiscal. O autor ressalva que o montante pelo terremoto foi também incluído no anúncio do pacote fiscal numa estratégia de incremento dos números.

Feita essa distinção, Naughton (2009) apresenta a distribuição dos gastos em 6 grandes áreas, conforme a tabela 1: transporte e infraestrutura (que envolve investimentos em estradas, ferrovias, aeroportos e fornecimento de energia elétrica), projetos que são administrados pelo governo central; infraestrutura nas vilas rurais; investimentos em

preservação do meio ambiente e de áreas naturais; habitações de baixo custo; inovação tecnológica e ajuste estrutural; e, por fim, saúde e educação. À exceção da primeira área, as demais estão sob a responsabilidade dos governos locais. A descentralização dos recursos foi importante para acelerar os efeitos da política fiscal.

**Tabela 1** – Composição do pacote fiscal chinês de 2008, por áreas de investimento, em % do total

Área	Primeira Parcela (RMB 100 bilhões), Dez. 2008	Segunda Parcela (RMB 130 bilhões), Fev. 2009	Plano revisado (RMB 3 trilhões), Mar. 2009
Transporte e infraestrutura	25%	21%	50%
Infraestrutura nas vilas rurais	34%	24%	12%
Investimentos em meio ambiente	12%	8%	7%
Habitações de baixo custo	10%	22%	13%
Inovação tecnológica e ajuste estrutural	6%	12%	12%
Saúde e educação	13%	13%	5%

**Fonte:** Naughton (2009).

Pela tabela 1, é possível notar que, dos recursos das duas primeiras parcelas do pacote fiscal, os governos locais se concentraram na eliminação de gargalos estruturais, em simultaneidade com o estímulo à economia local, por meio da ampliação da demanda e do consumo das famílias. Naughton (2009) demonstra que esta foi uma preocupação explícita das autoridades chinesas: ao invés de direcionar os recursos somente a investimentos de longo prazo, as políticas adotadas miraram o fortalecimento do consumo das famílias.

Diversos autores, como Dunaway e Fedelino (2005), Blanchard e Giavazzi (2006), Naughton (2009) e Fang, Yang e Meiyang (2009), alertavam que a China deveria assentar o seu crescimento econômico sobre o consumo, e não mais sobre o investimento, em nome da sustentabilidade do ritmo de crescimento em longo prazo. Em outras palavras, os autores afirmam que era preciso transformar o consumo no indutor do crescimento, em substituição ao investimento. Fang, Yang e Meiyang (2009), no entanto, destacam um paradoxo contido no pacote de estímulos fiscais. Segundo os

autores, embora as autoridades chinesas estivessem cientes da necessidade de alteração do padrão de crescimento, de forma a impulsioná-lo mais pelo consumo, o pacote de estímulos reitera o papel central dos investimentos, principalmente em infraestrutura, no processo de recuperação econômica. Em consequência, como demonstrado em detalhes no próximo capítulo, os anos seguintes ao pacote de estímulos experimentam um aumento na participação dos investimentos sobre o PIB.

Conforme afirmam Blanchard e Giavazzi (2006), as famílias chinesas apresentam alta taxa de poupança, pelo motivo de precaução. Dados os problemas que o governo chinês possuía em prover alguns programas assistenciais (em áreas relacionadas à previdência social, saúde e educação), os indivíduos se protegiam por si mesmos através da acumulação de poupança. Ou seja, um dos meios para desestimular a poupança e incentivar o consumo das famílias era pelo aumento dos gastos com programas sociais. Conforme afirma Naughton (2009), o pacote de estímulos originado pela crise financeira de 2008 abriu uma janela de oportunidades para o uso da política fiscal na promoção de programas de assistência social, especialmente com gastos voltados ao sistema de saúde.

Como enunciado anteriormente, o pacote de políticas industriais, que foi lançado no âmbito do plano de estímulo à economia chinesa, também abrange uma dimensão de política fiscal, no que se refere à concessão de subsídios ao consumo das famílias por bens industriais. Esta medida também está alinhada com o compromisso de incentivar a elevação do consumo. Conforme foi exposto foi Naughton (2009), o programa de subsídios, adotado em escala nacional em fevereiro de 2009, era aplicável à compra de diversos bens de consumo duráveis, como veículos, celulares, televisores, computadores e aquecedores solares.

Apresentado o conjunto de políticas fiscais ao longo da década, é possível inferir, em relação ao contraponto entre o escopo de políticas chinesas e as recomendações predominantes na teoria novo-keynesiana, que o caso chinês se distingue fundamentalmente do que é proposto pela abordagem *mainstream*. Ao invés de assumir posição secundária, atuando como mero instrumento de efetivação da política monetária, a política fiscal na China possui papel central e ativo. A discricionariedade da política fiscal está condicionada ao objetivo de crescimento econômico em longo prazo, em contraste à sua subordinação à política monetária tal como defendido pelos

novos-keynesianos. Dado que as políticas fiscais contribuíram para a manutenção do acelerado ritmo de crescimento da China, é possível afirmar que estas lograram êxito no cumprimento de seus objetivos.

### 3.2.3 Política Cambial

A política cambial chinesa é provavelmente a mais abordada na literatura quando se trata da relação entre as políticas macroeconômicas e o crescimento econômico do país. Desta perspectiva, Cunha, Biancarelli e Prates (2007, p. 542) afirmam que tal relação “aparece de forma mais explícita na gestão cambial e dos fluxos financeiros”. A manutenção da taxa de câmbio em patamar desvalorizado foi, de fato, elemento central na consolidação do papel da China no cenário internacional, estimulando o crescimento econômico por meio do incentivo às exportações e à acumulação de capital, como indicam Flassbeck, Dullien e Geiger (2005).

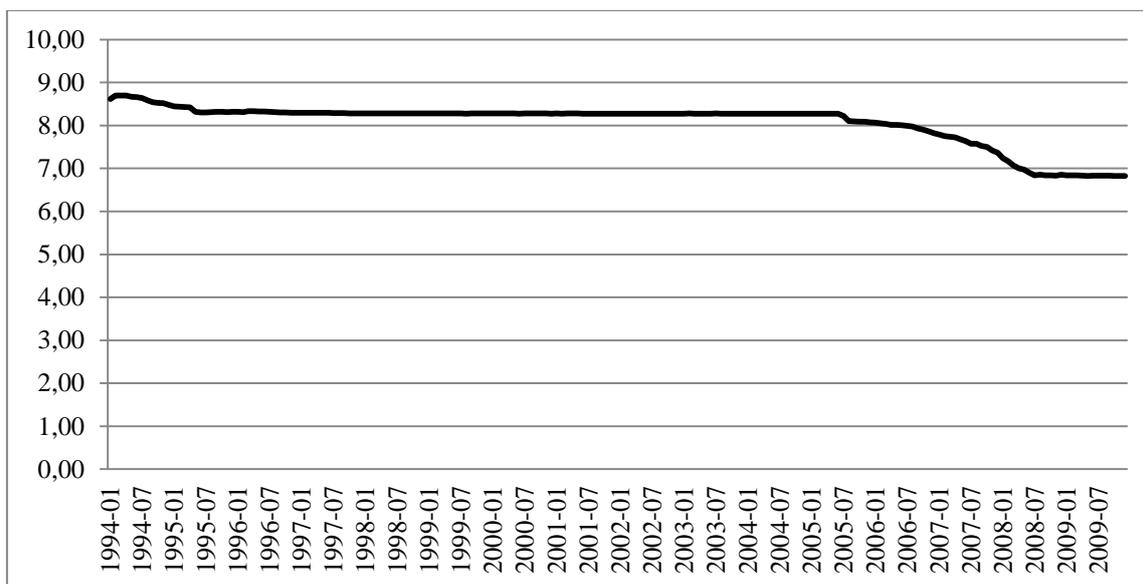
Além da decisiva participação na dinâmica de crescimento econômico nos últimos anos, a política cambial da China se destaca por ser uma das únicas, dentre as maiores potências do mundo, que não aderiu ao regime de câmbio flutuante, aquele recomendado pela literatura novo-keynesiana, conforme discussão tratada previamente. Ademais, a taxa de câmbio chinesa se constituiu em matéria de tensões geopolíticas, especialmente com os Estados Unidos, ao longo da primeira década do século XXI, conforme enfatizado por Cunha, Biancarelli e Prates (2007). Isso porque, segundo os autores, uma das interpretações vigentes na literatura econômica – e partilhada pelos *policymakers* estadunidenses – associava os crescentes déficits em transações correntes dos EUA à preservação do Renminbi em níveis desvalorizados.

Assim, em meados de 2005, devido principalmente às pressões internacionais, a China abandona o regime de câmbio fixo para adotar um regime de flutuação administrada (Cunha, Biancarelli, & Prates, 2007). Para efeito de organização da discussão, primeiramente será apresentado o regime vigente até 2005 e suas implicações; posteriormente, será tratado com mais detalhes a transição para o novo regime cambial. O gráfico 8 mostra a evolução da taxa nominal de câmbio chinesa, em que é possível observar os efeitos da mudança no regime cambial.

Até 1994, havia a coexistência de duas taxas de câmbio na China. Uma era a taxa oficial, enquanto a outra era determinada no mercado de *swap* cambial, em que as

empresas faziam a troca da moeda estrangeira pela moeda doméstica. O novo regime instaurado em 1994 unificou a taxa de câmbio e estabeleceu uma paridade quase fixa com o dólar estadunidense (de 2000 a 2005, a flutuação diária poderia ser de 0,01% em torno da taxa de RMB 8,277/US\$). Embora a taxa de câmbio não fosse completamente fixa, as bandas de flutuação eram extremamente restritas (Flassbeck, Dullien, & Geiger, 2005).

**Gráfico 8** – Taxa nominal de câmbio do Renminbi em relação ao dólar estadunidense, média mensal (1994-2009)



**Fonte:** Global Economic Monitor (GEM), World Bank.

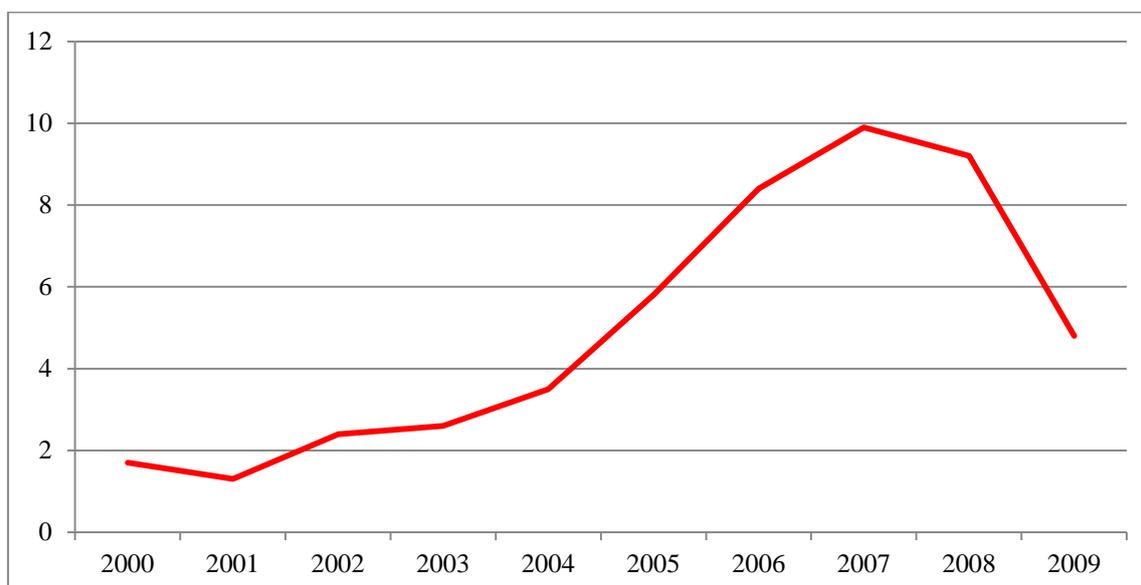
O estabelecimento do câmbio estável e desvalorizado favoreceu a competitividade da economia chinesa no comércio internacional. De acordo com Flassbeck, Dullien e Geiger (2005), a associação entre câmbio desvalorizado e inflação baixa, principalmente em relação aos custos dos fatores, em especial aos salários, favoreceu em grande escala a indústria exportadora chinesa e o recebimento de fluxos de investimento estrangeiro, que visavam se beneficiar do baixo custo de produção em território chinês. Neste primeiro momento, a China atraiu investimentos externos voltados à indústria intensiva em mão de obra, devido ao baixo custo unitário do trabalho.

No contexto internacional, os anos iniciais do século XXI se caracterizam pelo crescimento global induzido pelo consumo e pelo endividamento. Ao mesmo tempo, parte da produção industrial escoou para as economias emergentes, em busca de

vantagens competitivas, na qual uma parcela significativa foi absorvida pela China. Nisto, houve grande direcionamento de fluxos de capitais estrangeiros rumo à economia chinesa. Estes fluxos se constituíram, principalmente, sob a forma de investimento direto, e não de dívida externa (Cunha, Biancarelli, & Prates, 2007).

A vasta entrada de capitais na economia chinesa tornou necessária a atuação do PBC em operações de mercado aberto para conter as pressões pela valorização do Renmimbi, de forma a preservá-lo em patamar competitivo (Cunha, Biancarelli, & Prates, 2007; Burdekin & Siklos, 2008). Pelo gráfico 9, nota-se que, especialmente a partir de 2003, há um acelerado crescimento do saldo em transações correntes em relação ao PIB chinês.

**Gráfico 9** – Saldo em Transações Correntes, em % do PIB – China – (2000-2009)



**Fonte:** IMF Data Mapper, International Monetary Fund.

Assim, em contraste às proposições novo-keynesianas, o regime de câmbio adotado na China foi orientado à manutenção da competitividade da economia chinesa no comércio internacional, no âmbito do amplo plano de crescimento econômico em longo prazo. Como já abordado nas seções prévias, ainda que a preservação “artificial” do câmbio em nível desvalorizado tenha acarretado em algum tipo de restrição no que diz respeito à formulação de políticas macroeconômicas (especialmente monetárias), nisso que se constitui em um dos argumentos da literatura *mainstream* pela defesa do câmbio flexível, a experiência chinesa ao longo da década demonstrou que tais restrições

puderam ser contornadas pela utilização de instrumentos macroeconômicos combinados, em especial pelo uso ativo da política fiscal. Dessa forma, essas restrições não causaram grandes constrangimentos em termos de controle da inflação e da manutenção do crescimento em ritmo acelerado.

De acordo com os dados de Cunha, Biancarelli e Prates (2007), o montante de reservas internacionais chinesas era superior a US\$ 1 trilhão em 2006. O acúmulo de reservas se fez necessário, por consequência, para conter a apreciação do câmbio, devido às pressões cambiais oriundas do recebimento de capital externo – seja pela entrada de divisas por conta das exportações, seja pela entrada de Investimento Direto Estrangeiro.

O controle dos fluxos de capital realizado pelas autoridades chinesas impunha restrições à tomada de passivos internacionais, ao mesmo tempo em que concedia incentivos fiscais à entrada de IDE, como afirmam Cunha, Biancarelli e Prates (2007). Ou seja, a liberalização financeira gradual estava condicionada ao curso da estratégia de crescimento econômico sustentável.

No entanto, essa política de gestão dos fluxos de capitais e do câmbio originou uma profunda tensão geopolítica com os Estados Unidos, como mencionado anteriormente. Prevalencia na literatura e principalmente entre os *policymakers* dos EUA a interpretação de que os superávits em transações correntes na China estavam sendo financiados pelos déficits estadunidenses. Em nome da manutenção do câmbio desvalorizado, as intervenções do PBC no mercado cambial envolviam o acúmulo de reservas em ativos dolarizados. (Cunha, Biancarelli, & Prates, 2007).

Devido às pressões vindas dos Estados Unidos e ao risco de sofrer retaliações comerciais, a China renuncia da taxa de câmbio praticamente fixa ao dólar estadunidense, em julho de 2005, como afirmam Cunha, Biancarelli e Prates (2007). Em substituição, foi promulgado um novo regime de flutuação administrada da taxa de câmbio em relação a uma cesta de moedas, no qual a variação diária poderia ser de, no máximo, 0,3 ponto percentual, para mais ou para menos. A variação diária entre o Renminbi e as moedas que compõem a cesta, individualmente, poderia superar os limites estabelecidos, pois o parâmetro de referência era apenas a cesta de moedas. Não houve a divulgação, no entanto, de quais seriam os pesos de cada moeda na composição da cesta.

Onze moedas compõem a cesta, segundo Frankel e Wei (2007): o dólar estadunidense, o euro, o iene japonês, o won coreano, o dólar de Singapura, a libra esterlina, o ringgit malaio, o rublo russo, o dólar australiano, o baht tailandês e o dólar canadense. As quatro primeiras moedas (dólar estadunidense, euro, iene e won) são as principais dentro da cesta, enquanto as demais possuem importância secundária.

Embora o estabelecimento do novo regime cambial *de jure* desvincule diretamente o Renminbi do dólar estadunidense, Frankel e Wei (2007) ressaltam que, empiricamente, as flutuações da moeda chinesa acompanham de perto as variações da moeda dos EUA. Ou seja, o peso do dólar na composição da cesta é bastante significativo. Ao mesmo tempo, os autores destacam que as variações entre o Renminbi e o euro e o Renminbi e o iene flutuaram bastante, como reflexo da flutuação ao dólar frente a estas duas moedas.

A apreciação da moeda chinesa em relação ao dólar precisava ser controlada, pois, conforme afirmam Cunha, Biancarelli e Prates (2007), o sistema financeiro do país estava amplamente exposto em ativos denominados na moeda estadunidense. Uma acelerada valorização da taxa de câmbio poderia provocar um profundo desequilíbrio no balanço dos bancos, de forma a criar instabilidades sobre o sistema financeiro e sobre a atividade econômica na China. Em contrapartida, a apreciação cambial beneficiaria a gestão da política monetária, ao eliminar, em parte, as restrições geradas pela necessidade de se manter o câmbio desvalorizado.

Em consequência da crise financeira internacional, no entanto, a China voltou a atrelar a taxa de câmbio em referência ao dólar estadunidense, em 2008. Esta medida foi tomada visando o protecionismo do comércio internacional chinês (Mu, 2018).

Portanto, a presente seção buscou demonstrar que, assim como no caso das políticas fiscais e monetárias, as políticas cambiais chinesas não se alinharam ao arcabouço teórico novo-keynesiano. Ao contrário do que a literatura *mainstream* propõe em termos de gestão da taxa de câmbio, em que esta se constitui meramente em instrumento acessório para controle da inflação, a experiência chinesa fornece um exemplo alternativo ao colocar a política cambial no centro do seu escopo de políticas macroeconômicas, subordinadas ao plano de crescimento sustentável em longo prazo. Para o alcance desta meta, também em contraste ao modelo novo-keynesiano, o governo fez uso de intervenções no mercado para a manutenção do câmbio em patamares

desvalorizados, o que, nos termos da literatura convencional, corresponderia a uma desvalorização “artificial” do câmbio, como denominam Minella *et al.* (2003).

Assim, conclui-se que, ao longo da década inicial do século XXI, a experiência chinesa, que contrasta às proposições novo-keynesianas, logrou êxito na condução de suas políticas macroeconômicas em suas três dimensões (monetária, fiscal e cambial). As medidas anticíclicas se mostraram efetivas, ora para estimular a demanda agregada, ora para conter o superaquecimento da economia. Além disso, as políticas macroeconômicas adotadas foram relevantes na criação de uma conjuntura favorável ao crescimento. No capítulo seguinte, a análise busca entender se houve continuidade deste conjunto de políticas alternativas ao longo dos anos 2010-2019.

#### **4 POLÍTICAS MACROECONÔMICAS NA CHINA ENTRE OS ANOS 2010-2019**

Ao longo da década de 2010, a República Popular da China se consolidou como a segunda maior economia do mundo e se posicionou definitivamente enquanto um dos principais atores das dinâmicas econômica e geopolítica internacionais. Tal ascensão despertou um ciclo de disputas comerciais com os Estados Unidos, face à crescente participação chinesa nas matérias que concernem aos rumos próximos da economia mundial. Ainda que a posição hegemônica dos Estados Unidos não tenha sido de fato questionada, a presença da China se constitui em um potencial concorrente à preservação deste *status*.

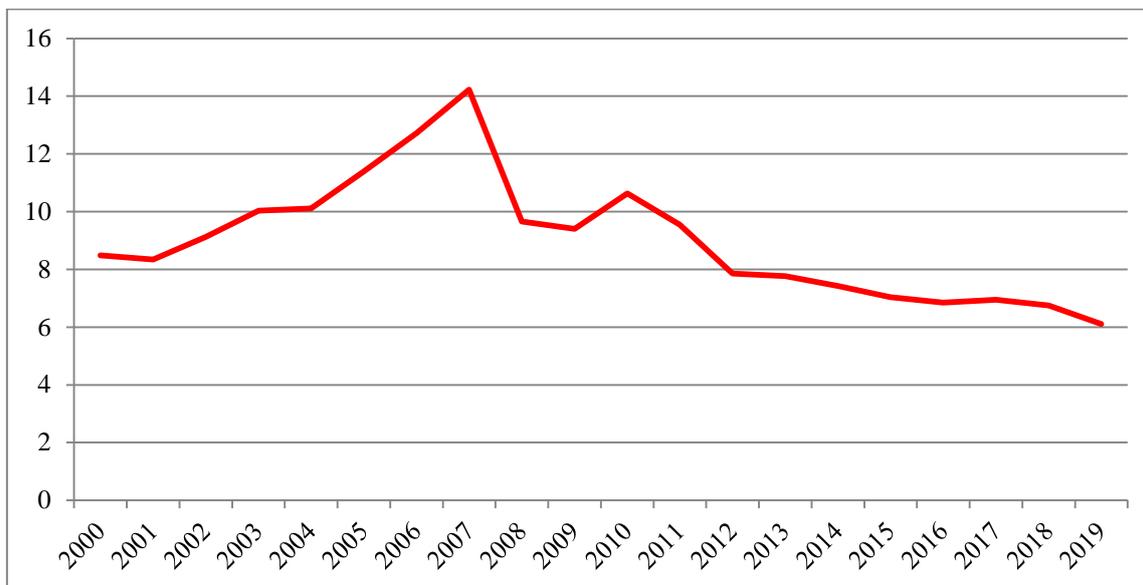
Os desdobramentos da crise financeira internacional de 2008 ainda ecoaram pela década seguinte. Segundo Peters (2013), as sequelas oriundas da crise foram significativas e persistiram em gerar um ambiente de profunda instabilidade e incerteza em todo o mundo. No entanto, nesta conjuntura, a China se mostrou capaz de desvencilhar-se mais rapidamente destas consequências do que foi visto nos Estados Unidos, na União Europeia e no Japão. A crise, na verdade, abriu uma janela de oportunidades à China, oferecendo a possibilidade de promover uma transformação estrutural que já se desenhava em fins da primeira década do século XXI, de forma a alterar a composição do PIB e se ajustar melhor às novas tendências da dinâmica econômica internacional.

O conjunto de políticas adotado para fazer frente à crise internacional, portanto, se subordinou aos planos de nova transformação estrutural. Esta transformação possuiu três frentes: (i) um rápido processo de orientação da economia chinesa ao atendimento do mercado interno, de forma a estar menos voltada às exportações; (ii) continuidade de um profundo processo de urbanização, de forma a promover a melhoria da condição de vida da população chinesa; por fim, (iii) induzir o desenvolvimento tecnológico chinês e o aparato de inovação nacional, com presença de marcas chinesas no mercado internacional de setores intensivos em tecnologia, como telecomunicações e eletrônica (Peters, 2013).

A década de 2010, no entanto, representou uma desaceleração do ritmo de crescimento da economia chinesa, como pode ser captado pelo gráfico 10. Se, na década inicial do século XXI, o crescimento anual do PIB ultrapassou por diversas vezes o patamar dos 10%, o mesmo não se verificou no decênio seguinte – apenas em 2010 o crescimento

anual do PIB alcançou o duplo dígito (10,6%, segundo dados do Banco Mundial). A tendência de desaceleração gradual persistiu por toda a década de 2010, com a taxa de crescimento se mantendo na faixa dos 6% ao ano de 2016 a 2019.

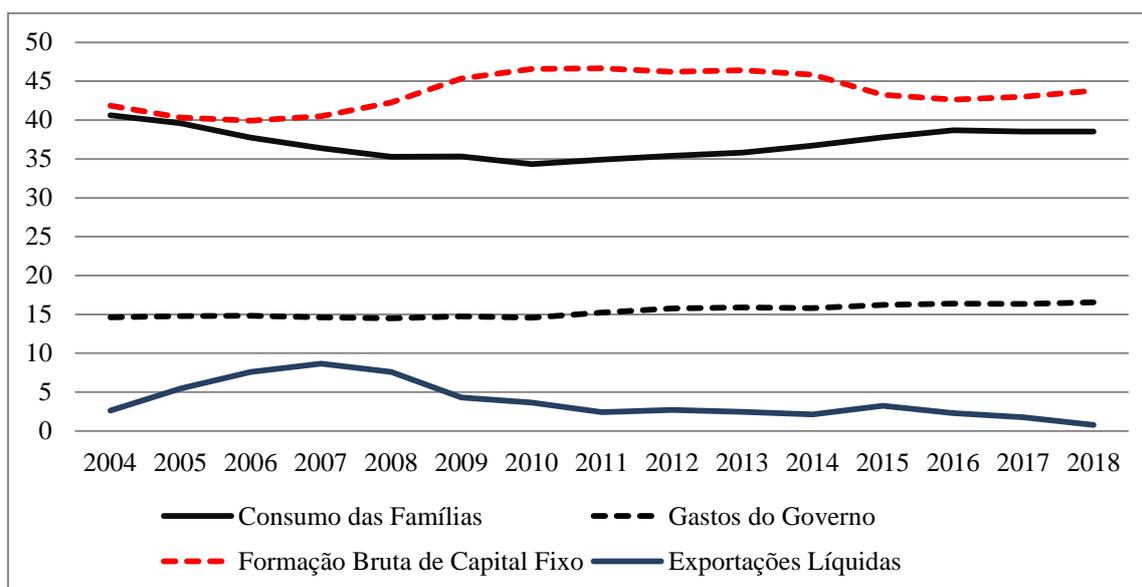
**Gráfico 10** – Crescimento anual do Produto Interno Bruto a preços de mercado, em % – China – (2000-2019)



**Fonte:** World Development Indicators (WDI), World Bank.

Conforme antecipado por Peters (2013), já se projetava uma queda no ritmo de crescimento da economia chinesa durante a década de 2010. Segundo o autor, as estimativas eram de um crescimento médio de 7,8% entre 2011 e 2015 e de 6,7% de 2016 a 2020. Juntamente da desaceleração na trajetória de crescimento, projetava-se um decréscimo na razão investimento/PIB e um crescimento da participação do consumo – o que, entretanto, não se concretizou, como pode ser apreendido pelo gráfico 11.

Em matéria de política macroeconômica, Peters (2013) atribui às políticas anticíclicas um fundamental papel na superação dos efeitos da crise financeira de 2008. Há, ao longo da década, a promoção de alguns ajustes nos âmbitos das políticas monetária, fiscal e cambial, de forma a se encaixarem melhor ao novo cenário macroeconômico. É preservado, contudo, o fato de que as políticas macroeconômicas chinesas não estão alinhadas às proposições da teoria novo-keynesiana, evidenciando uma perspectiva alternativa à abordagem *mainstream*.

**Gráfico 11** – Composição do PIB pela ótica da demanda, em % – China – (2004-2018)

**Fonte:** OECD Stat, Organisation for Economic Co-operation and Development e cálculos do autor.

Seguindo a divisão apresentada nos capítulos prévios e visando uma melhor construção da discussão, o presente capítulo se divide em três seções. Cada uma aborda os temas de políticas monetária, fiscal e cambial, respectivamente.

#### 4.1 Política Monetária

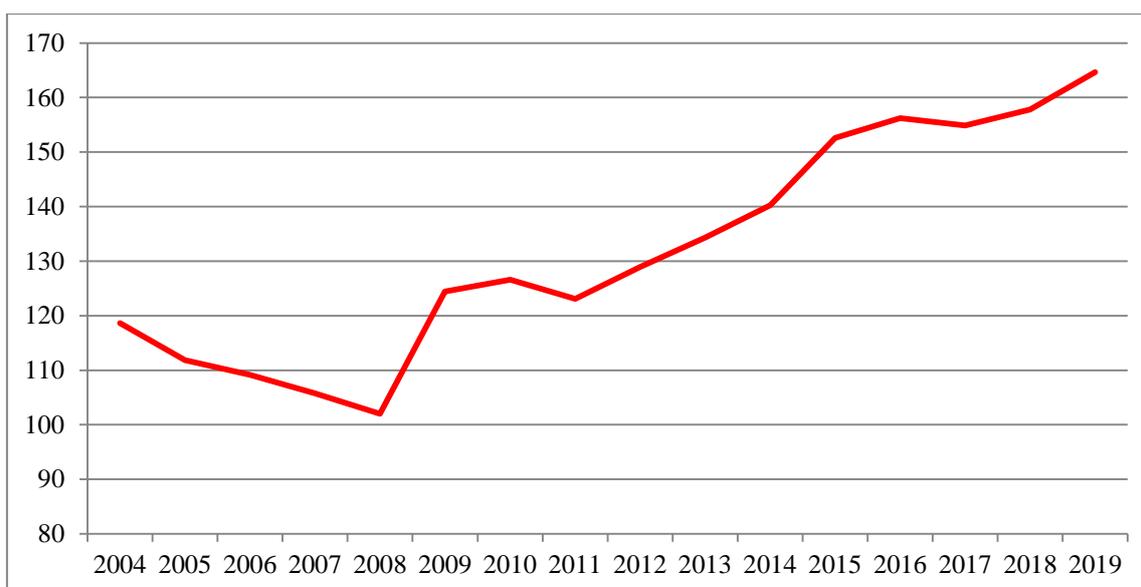
Como tratado no primeiro capítulo, a eclosão da crise financeira internacional de 2008 promoveu uma onda de debates dentre os novos-keynesianos, de forma a emergir novas proposições em termos de políticas macroeconômicas (Blanchard, Dell’ariccia, & Mauro, 2010; Pedrosa & Farhi, 2015). De acordo com a Chinese Academy of Social Sciences [CASS] (2014) e Xiaojing (2016), alguns dos novos elementos incorporados à teoria *mainstream* já estavam presentes no escopo das políticas monetárias chinesas no momento anterior à crise. Por exemplo, a percepção de que a taxa de juros, enquanto único instrumento, não seria capaz de conduzir adequadamente a política macroeconômica, já estava contida na institucionalidade de políticas adotadas pelas autoridades chinesas. Outro exemplo se refere à combinação de instrumentos de preço com instrumentos quantitativos na condução da política monetária.

Como indica a CASS (2014), a política monetária chinesa é conduzida com base em múltiplos objetivos, como o crescimento do PIB, o controle da inflação e a estabilidade

financeira. Esta preocupação com várias frentes já se fazia presente na década de 2000, ou seja, houve uma continuidade em termos do escopo institucional que rege as medidas do PBC. Nesse sentido, portanto, mantém-se o argumento de que a experiência chinesa em relação às políticas monetárias não está alinhada às proposições novo-keynesianas. Foram estas que, somente em algumas dimensões (como as destacadas acima, no que se refere à introdução de novos instrumentos, inclusive quantitativos, para além da taxa de juros), convergiram em algum grau com as ações previamente adotadas pelas autoridades chinesas. Há, ainda assim, um contraste fundamental entre as inovações incorporadas pelos novos-keynesianos e a experiência chinesa: enquanto os novos-keynesianos admitem a incorporação de novos instrumentos como acessórios à taxa de juros e ao regime de metas de inflação, que seguem no centro das políticas macroeconômicas, no caso chinês os vários instrumentos e objetivos não se encontram subordinados à perseguição de uma meta de estabilidade de preços.

Em consonância com o que foi explanado no segundo capítulo, as ações chinesas de política monetária contidas no âmbito do pacote de estímulos de 2008 foram fundamentais à rápida recuperação econômica, após a desaceleração em nível doméstico somada à crise financeira internacional. Os impactos sobre a demanda agregada se deram, principalmente, por meio da expansão do crédito.

**Gráfico 12** – Crédito doméstico ao setor privado, em % do PIB – China – (2004-2019)



**Fonte:** World Development Indicators (WDI), World Bank.

Como pode ser apreendido pelo gráfico 12, os anos anteriores a 2008 apresentam sucessivas quedas na taxa de crédito concedido ao setor privado. Após o ano de inflexão, 2008, a taxa cresce aceleradamente. De 2008 para 2009, período que compreende a adoção do pacote de incentivos ao crédito, a taxa cresce cerca de 22 pontos percentuais (de 102% do PIB para 124,4% do PIB). E, mesmo após, a taxa de crédito continua crescendo significativamente, chegando a 164,7% em 2019.

Conforme afirmam Chen *et al.* (2016), o conjunto de políticas monetárias da China se caracteriza por ser pró-crescimento, atuando ativamente para sustentar os planos estabelecidos pelo governo central. Assim, o suporte ao crescimento econômico se constitui no principal objetivo da política monetária. No contexto da economia chinesa, cujo principal indutor é o investimento, a política monetária e o crédito possuem, portanto, caráter central no plano estratégico de crescimento do governo chinês.

Ao longo da década de 2000, o controle dos agregados monetários – no caso, o controle do agregado M2 (que corresponde à soma dos depósitos à vista, papel-moeda em poder do público e depósitos a prazo no sistema bancário), especificamente – foi um importante instrumento de política monetária na China. A expansão/contração da base monetária se mostrava capaz de exercer impacto significativo sobre o nível de investimento, mas faz-se a ressalva de que os efeitos sobre o consumo eram modestos. Ainda assim, visto que o crescimento da economia chinesa era liderado pelos investimentos, o uso do M2 enquanto instrumento de política monetária conseguia ser efetivo na determinação da dinâmica econômica (Chen *et al.*, 2016). Como afirmam Laurens e Maino (2007), o controle dos agregados monetários se constituía na meta intermediária de política monetária, através da qual se chegava às metas primordiais: o crescimento econômico, principalmente, e o controle da inflação.

Contudo, como Guo *et al.* (2011) demonstram, desde o início dos anos 2000 as autoridades chinesas buscam reforçar a efetividade da taxa de juros enquanto instrumento de política monetária. He e Jia (2020) afirmam que o uso do agregado monetário M2 como meio de condução da política monetária remete ao período em que os mercados financeiros na China não estavam bem estabelecidos e, por consequência, seus mecanismos de formação de preços não estavam suficientemente maduros. Dessa forma, a adoção de um instrumento quantitativo ao invés de um instrumento de preço

era preferível, dado que se encaixava melhor à institucionalidade dos canais de transmissão disponíveis.

Durante os anos 2000, no entanto, os mercados financeiros chineses passaram por um acelerado desenvolvimento, abrindo-se, por meio destes, um novo e importante canal de transmissão da política monetária (He & Wang, 2012). O desenvolvimento dos mercados financeiros criou, assim, uma nova estrutura que permeia, desde então, a economia chinesa. Era necessário, por consequência, que o escopo de políticas monetárias se ajustasse de forma mais adequada à nova realidade que estava imposta na década de 2010 (He & Jia, 2020).

Segundo He e Jia (2020), estava latente que o conjunto existente de políticas monetárias já não era mais compatível com o novo cenário da economia chinesa. Os instrumentos de preço, em especial a taxa de juros, precisavam ganhar importância, visto que o controle dos agregados monetários se tornou mais difícil e, ademais, as taxas de juros interbancárias apresentavam grande oscilação. Fez-se necessária, portanto, uma reforma do escopo de políticas monetárias por parte do PBC, de forma a torná-las coerentes ao novo contexto macroeconômico chinês.

No decorrer de toda a década de 2010, as metas de crescimento do M2 se mostraram difíceis de ser atingidas, como demonstra a tabela 2. Em alguns anos, o desvio entre a meta e o crescimento realizado de fato é bastante alto. O eventual descasamento acaba por provocar grandes flutuações na taxa de juros interbancária, o que é prejudicial à estabilidade dos mercados financeiros. Ou seja, o estabelecimento de uma meta para os agregados monetários deixou de ser efetivo como outrora (He & Jia, 2020).

**Tabela 2** – Meta de crescimento e crescimento do M2, em % – China – (2009-2017)

Ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Meta de Crescimento do M2	17,0	17,0	16,0	14,0	13,0	13,0	12,0	13,0	12,0
Crescimento do M2	28,4	18,9	17,3	14,4	13,6	11,0	13,3	11,3	8,2

**Fonte:** He e Jia (2020).

Segundo Chen *et al.* (2016), as autoridades chinesas assumem explicitamente, no 13º Plano Quinquenal (2016-2020), o objetivo de estabelecer a taxa de juros como a meta

intermediária de política monetária, substituindo o papel exercido pelo controle do M2. Em 2018, o governo central chinês deixou de mencionar uma meta quantitativa aos agregados monetários. No mesmo ano, o PBC também declarou oficialmente em seus relatórios trimestrais que a mensuração e o controle do M2 estavam comprometidos, além do enfraquecimento de seus efeitos sobre a economia real (He & Jia, 2020).

Em suma, He e Jia (2020) atribuem três motivos à redução de efetividade oriunda do controle dos agregados monetários. Primeiramente, como indicado na tabela 2, o PBC demonstrou dificuldades ao cumprimento da meta de crescimento do M2. Em segundo lugar, havia grande oscilação da taxa de juros Shibor<sup>7</sup> (Shanghai Interbank Offered Rate), a taxa de juros interbancária, o que contribuía para a geração de instabilidades no mercado financeiro chinês. Por último, a criação de várias inovações financeiras fez com que o M2 deixasse de representar fielmente um cenário completo da atividade financeira.

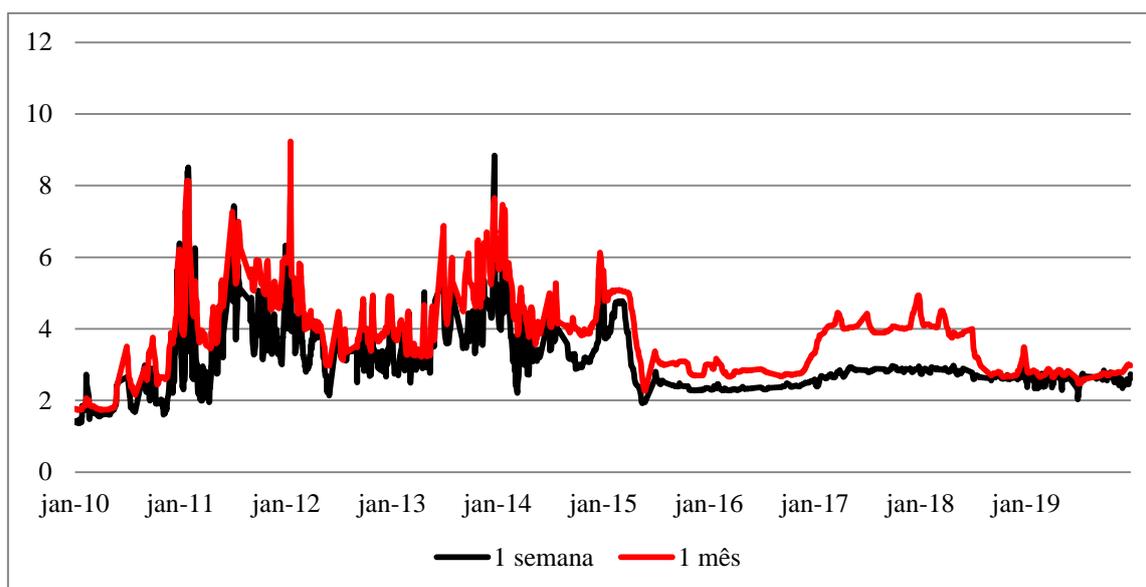
Como aponta Xiaojing (2016), as reformas no escopo das políticas macroeconômicas chinesas são constantes desde 1978, buscando se moldar melhor ao contexto estrutural vigente. Segundo o autor, o novo período que emerge na década de 2010, caracterizada principalmente pela desaceleração do ritmo de crescimento, suscita mais uma vez a necessidade da realização de ajustes nos mecanismos de condução de política macroeconômica.

A reforma que diz respeito às políticas monetárias implicou na criação do “corredor” da taxa de juros, em que foram estabelecidos um piso e um teto à taxa de juros. Assim, por meio desta reforma estrutural, foram criadas as condições necessárias ao estabelecimento da taxa de juros como o instrumento principal da política monetária (He & Jia, 2020).

Pelo gráfico 13, é possível notar grandes oscilações na taxa Shibor de 2011 a 2015. De 2016 em diante, já durante o 13º Plano Quinquenal, quando o governo assume a transição entre o M2 e a taxa de juros, as flutuações na Shibor são reduzidas consideravelmente, indicando os efeitos esperados das reformas.

---

<sup>7</sup> De acordo com o China Foreign Exchange Trade System [CFETS] (n.d.), a Shibor é uma média aritmética da taxa de juros dos empréstimos realizados entre os 18 principais bancos comerciais que operam na China. A Shibor é calculada em todos os dias úteis e publicada diariamente às 11 horas, no fuso horário de Pequim, pelo National Interbank Funding Center.

**Gráfico 13** – Evolução da Taxa Shibor, por tempo de maturidade, em % – (2010-2019)

**Fonte:** China Foreign Exchange Trade System (CFETS).

A gestão da taxa de juros é feita pelo PBC através do supracitado “corredor” da taxa de juros. O piso do “corredor” corresponde à taxa de juros paga sobre o excesso de reservas, enquanto o teto é a taxa paga pela obtenção de crédito junto ao PBC. A taxa de juros interbancária se mantém dentro deste intervalo porque, caso a Shibor supere a taxa de juros do teto estabelecido, os bancos sempre recorreriam aos empréstimos do PBC, que proveria crédito mais barato. Por outro lado, os bancos comerciais não aceitariam conceder empréstimos a outros bancos se a Shibor estiver inferior ao piso estabelecido, visto que seria mais vantajoso manter as reservas rendendo à taxa que corresponde ao piso. Por meio desse mecanismo, semelhante ao adotado pelo Federal Reserve nos Estados Unidos, o PBC consegue exercer impacto sobre a taxa de juros interbancária (He & Jia, 2020).

Outra consequência das reformas de política monetária se refere ao abandono dos controles diretos sobre as diferentes taxas de juros. Segundo He e Jia (2020), esta transição foi feita gradualmente, primeiro permitindo uma flutuação dentro de bandas estreitas, que seriam alargadas gradativamente, até que o controle direto fosse totalmente eliminado. Ainda assim, mesmo não controlando diretamente as taxas de juros sobre empréstimos e depósitos bancários, o PBC continua a anunciar uma referência oficial para ambas as taxas. De 2015 a 2019, essas taxas referenciais se

mantiveram constantes, sendo 4,35% sobre os empréstimos e 1,5% sobre os depósitos bancários.

Como afirma Twarowska (2019), o processo de reforma do sistema financeiro chinês também se deve ao projeto de fomentar a internacionalização do Renminbi, como tratado mais detalhadamente na seção 4.3, sobre política cambial. A internacionalização do Renminbi passa pelo desenvolvimento do mercado financeiro chinês, portanto reformas em direção à liberalização da taxa de juros se faziam necessárias. A isso também se deve, portanto, as reformas graduais em termos de política monetária.

Ou seja, de forma a melhor se ajustar às novas condições estruturais da economia chinesa, o PBC promoveu uma reforma no seu escopo de atuação, conferindo maior importância ao uso da taxa de juros como instrumento de condução de política monetária. Isso não significa, porém, uma convergência às proposições novo-keynesianas. As políticas monetárias chinesas não se orientam somente por metas de inflação, mas compreendem vários objetivos dentre os quais o crescimento econômico é o principal. A manutenção do forte crescimento ao longo da década de 2010, a despeito da crise financeira de 2008, evidencia que a estratégia chinesa seguiu obtendo êxito, assim como fora de 2000 a 2009. Portanto, as reformas de política monetária, nesse sentido, não devem ser entendidas como uma ruptura com o *status quo* vigente, mas como uma continuidade do escopo de políticas alternativas ao modelo *mainstream*, no contexto em que foi preciso conduzir algumas reestruturações para readequar os instrumentos à nova realidade que estava imposta, de forma a seguir sustentando a trajetória de crescimento em longo prazo.

#### **4.2 Política Fiscal**

As políticas fiscais tiveram fundamental importância para a rápida recuperação da economia chinesa após os eventos de 2008, cujos desdobramentos se estenderam ao longo da década seguinte em todo o mundo. Como afirma Peters (2013), diferentemente do que se verificou na União Europeia, Estados Unidos e Japão, a China, em um curto período de tempo, reverteu a trajetória de desaceleração iniciada em 2008. Isso se deve, em larga medida, ao pacote fiscal de RMB 4 trilhões lançado pelo governo chinês, visando o estímulo à demanda agregada.

Assim como no caso das políticas monetárias, a CASS (2014) indica que a literatura novo-keynesiana incorporou, após a crise financeira, um elemento já presente anteriormente no escopo de política fiscal na China: o uso de instrumentos fiscais para realização de política anticíclica. A efetividade da política monetária convencional encontrou-se comprometida pela emergência do cenário de armadilha de liquidez, o que levou ao revisionismo, por parte dos novos-keynesianos, das aplicações recomendáveis em termos de política fiscal. Como demonstrado no segundo capítulo, as autoridades chinesas já faziam uso ativo das políticas fiscais para induzir ou desestimular a atividade econômica, a depender da conjuntura em questão. Portanto, em semelhança ao que se deu com as políticas monetárias, não é possível inferir que as políticas fiscais chinesas se alinharam às proposições da literatura *mainstream*; pelo contrário, as recomendações dos novos-keynesianos que convergiram em alguma medida, neste aspecto específico, ao que já era amplamente utilizado pelo governo chinês.

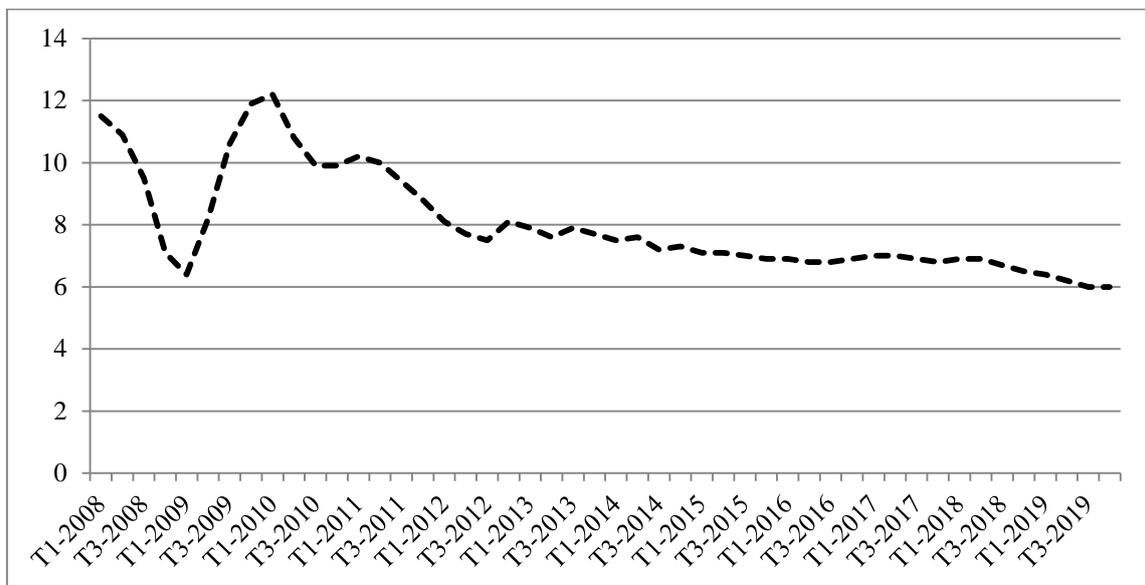
Já apresentados a composição e os condicionantes do pacote fiscal de 2008-2010 no segundo capítulo, neste o foco é dado aos seus desdobramentos e impactos posteriores sobre a economia chinesa. Procura-se mostrar que a recuperação econômica após os eventos de 2008 somente se deu tão rapidamente por conta do conjunto de políticas macroeconômicas anticíclicas que foi adotado, entre as quais está incluso o pacote fiscal.

Dentre as principais economias do mundo, a China foi a primeira que se recuperou dos efeitos gerados pela crise financeira de 2008, segundo Wong (2011). Tanto Wong (2011) quanto Peters (2013) atribuem às políticas fiscais anticíclicas um papel fundamental na rápida recuperação da economia chinesa, endossando a argumentação aqui apresentada. De acordo com as estimativas de Cova, Pisani e Rebucci (2010), na ausência do pacote fiscal de estímulos, o crescimento do PIB chinês seria 2,6 e 0,6 pontos percentuais menor em 2009 e 2010, respectivamente.

Como pode ser apreendido pelo gráfico 14, a recuperação da economia chinesa já ocorreu ainda em 2009, logo após a profunda desaceleração apresentada ao longo do ano anterior. Em outros termos, a China inicia a década de 2010 já tendo recuperado o patamar de crescimento econômico pré-2008. No decorrer da década se observa uma tendência de redução das taxas trimestrais de crescimento do PIB, conforme enunciado na discussão inicial do presente capítulo. É interessante notar que, no auge da

desaceleração do final da década de 2000, o crescimento trimestral foi de 6,4%, entre janeiro e março de 2009, maior do que o crescimento apresentado no quarto trimestre de 2019, que foi de 6%.

**Gráfico 14** - Crescimento trimestral do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior, ajustado sazonalmente, em % - China – (2008-2019)

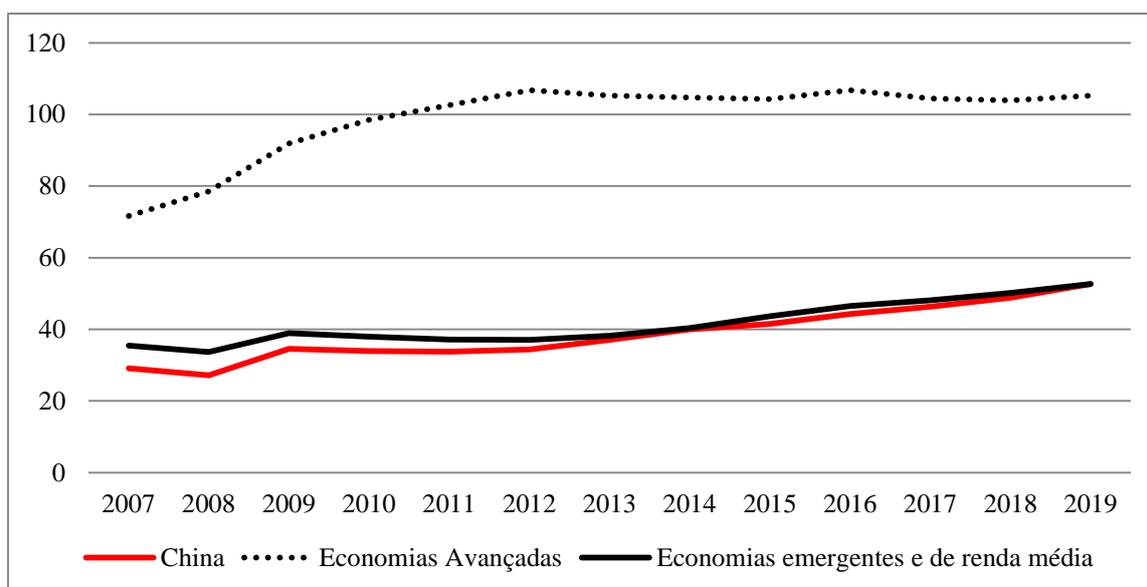


**Fonte:** OECD Stat, Organisation for Economic Co-operation and Development.

Segundo Wong (2011), dois fatores em específico forneceram respaldo à decisão das autoridades chinesas de fazer uso de um amplo pacote de estímulo fiscal. Primeiramente, o êxito com a experiência anterior, após a crise financeira asiática do fim do século XX, em que também foi adotado um grande pacote fiscal para estimular a demanda agregada, contribuiu para que as autoridades chinesas tivessem confiança no fato de que uma estratégia semelhante seria capaz de, novamente, catalisar o processo de recuperação econômica. Além disso, dado o baixo estoque de dívida pública à época, havia ampla margem para adoção de políticas fiscais expansivas – ou seja, a situação era favorável e viabilizava a adoção de um pacote fiscal significativo, sem que emergissem graves preocupações quanto ao volume da dívida. De acordo com Wong (2011), o rico, forte e efetivo setor público da China tornou possível a imediata recuperação econômica, sem que os efeitos oriundos de 2008 se prolongassem pelo início da década de 2010.

Pelo gráfico 15, é possível observar que o nível de dívida pública da China se encontra muito abaixo da taxa das economias desenvolvidas, ao mesmo passo em que está muito próximo do patamar apresentado pelas economias emergentes e de renda média, segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI). Havia, portanto, amplo espaço de atuação às políticas fiscais anticíclicas anteriormente e durante a década de 2010. Há de se destacar, no entanto, que as autoridades chinesas não demonstraram ter a preocupação de preservar esta margem de atuação por meio de sucessivos superávits fiscais em períodos de calmaria, nos moldes das recomendações novo-keynesianas. Pelo contrário, a condução das políticas fiscais se mostra subordinada à manutenção do ritmo de crescimento econômico, sem que os constrangimentos pelo controle da dívida pública se encontrassem no centro das tomadas de decisão.

**Gráfico 15** – Dívida bruta do setor público, em % do PIB – China – (2007-2019)



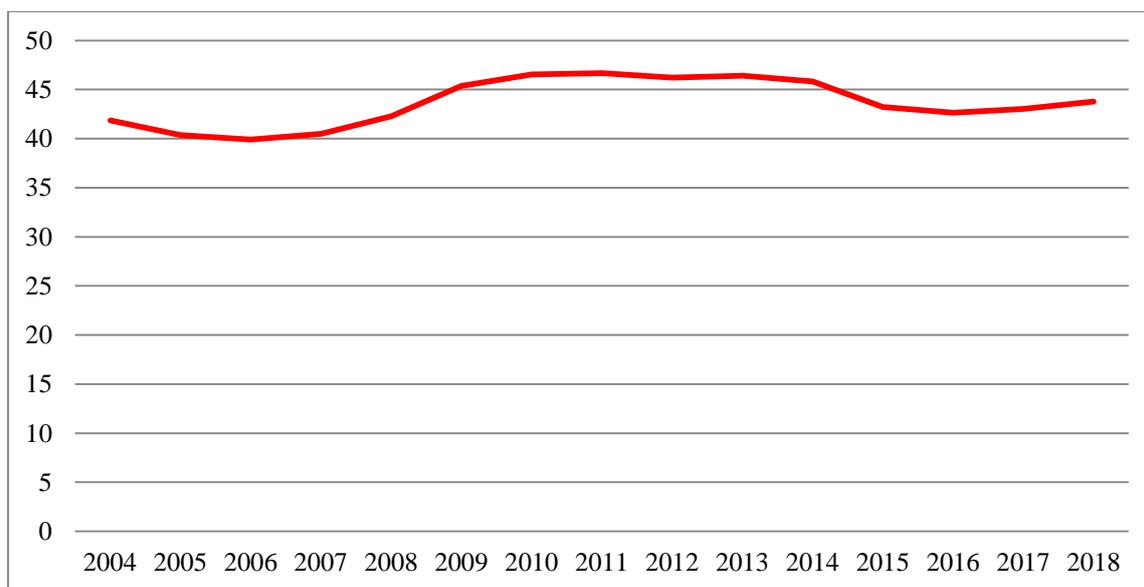
**Fonte:** IMF Data Mapper, International Monetary Fund.

Como previsto no anúncio do pacote de estímulo fiscal, Wong (2011) reafirma que os gastos foram de fato descentralizados, com grande parte sendo feita pelos governos locais. Isto já seguia uma tendência mais ampla de descentralização do sistema fiscal chinês, para além do escopo das políticas anticíclicas, em que Ding, McQuoid e Karayalcin (2019) atribuem como tendo sido positiva ao crescimento econômico. Wong (2011) ainda indica que o governo central chinês se preocupou em fornecer às instâncias subnacionais as condições necessárias para o financiamento destes gastos, inclusive

emitindo títulos de dívida, por meio do Ministério das Finanças, em nome dos governos locais.

No entanto, como resultado do pacote fiscal, a razão entre investimento e PIB, que já era alta, acabou se tornando ainda maior, embora houvesse, explicitamente, uma preocupação das autoridades chinesas em reverter este quadro, de forma a transformar o consumo doméstico no principal componente indutor da economia (Wong, 2011). De acordo com dados da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), apresentados anteriormente no gráfico 10, a China, em 2011, apresentou o pico da razão investimento/PIB, que chegou a 46,7%. O gráfico 16 apresenta, separadamente, a evolução desta razão, para efeito de melhor visualização da tendência de crescimento após 2008. A proporção se mantém acima patamar de 46% de 2010 a 2013; em 2014, inicia-se uma tendência de queda, que se reverte em 2017, voltando a apresentar alta.

**Gráfico 16** – Razão investimento/PIB – China – (2004-2018)



**Fonte:** OECD Stat, Organisation for Economic Co-operation and Development.

De acordo com Cevik e Correa-Caro (2020), o governo chinês deve expandir as despesas com proteção social e saúde pública. Embora ao longo da década de 2010 tenham sido introduzidos um sistema de pensões aos residentes em áreas rurais e um programa de renda mínima, o *dibao*, estas medidas tiveram alcance limitado e ainda não são comparáveis à renda dos trabalhadores urbanos. Para tornar isso viável, é preciso,

no entanto, reestruturar o sistema de descentralização dos gastos, pois os governos locais respondem pela maior parte das despesas públicas, mas não detêm as condições para a ampliação de suas receitas, de forma a financiar novos programas de assistência social. Uma melhor provisão de serviços sociais pode ser capaz de reduzir a poupança das famílias pelo motivo precaução e, por consequência, canalizar mais recursos para a ampliação do consumo doméstico.

Para Li, Tan e Zhang (2020), a China deveria, novamente, promover uma política fiscal expansionista, dada a emergência de uma potencial situação crítica à manutenção do crescimento econômico ao longo da década de 2010. Conforme Huang, Tian e Wang (2019) apontam, a desaceleração do ritmo de crescimento durante a década passa pelo crescimento da dívida das famílias, aumento da desigualdade de renda, exacerbação das tensões comerciais com os Estados Unidos e enfraquecimento da demanda externa.

Na segunda década do século XXI houve, portanto, uma continuidade em termos do uso ativo da política fiscal como instrumento de política macroeconômica na China, permanecendo como uma experiência alternativa em relação às proposições novo-keynesianas. Embora, em âmbito mais específico, as políticas fiscais não tenham sido capazes de redirecionar a composição do PIB chinês, de forma a elevar a proporção do consumo, estas foram importantes para a recuperação da economia chinesa após os eventos de 2008, evitando que os efeitos da crise se prolongassem pela década de 2010. Ademais, dada a tendência de desaceleração do ritmo de crescimento que se aprofundou no fim da década, alguns autores advogam por uma nova série de políticas anticíclicas, de modo a preservar a trajetória de crescimento sustentável. Isto é uma evidência de que a experiência pretérita obteve êxito e se mostrou capaz de impactar efetivamente a dinâmica econômica, por meio dos estímulos à demanda agregada.

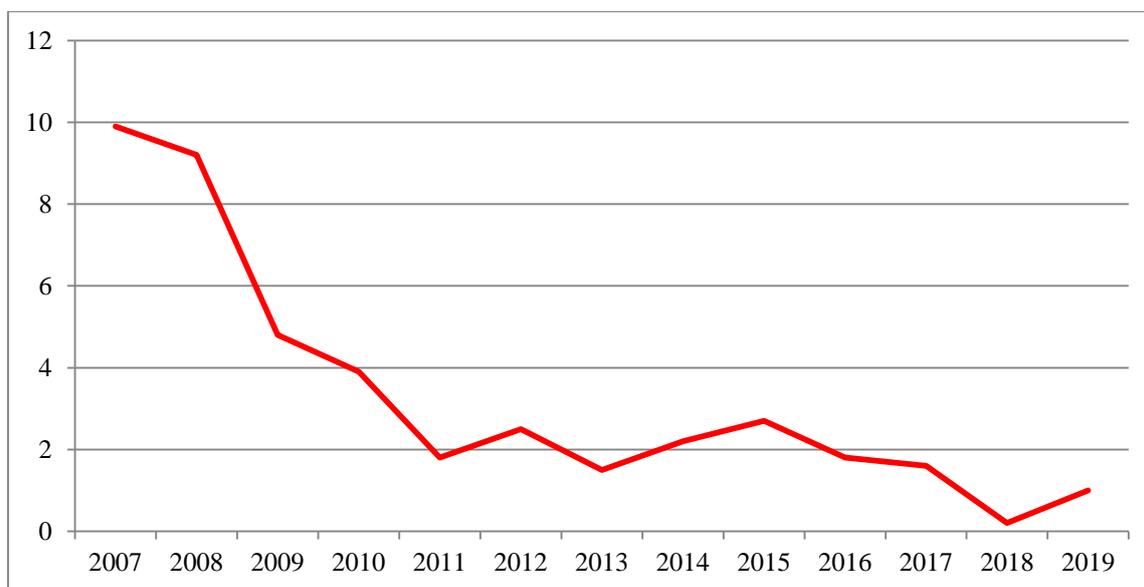
### **4.3 Política Cambial**

Por vários anos, especialmente após 1994, a política cambial se manteve no centro da estratégia de promoção das exportações chinesas, por meio da preservação da taxa de câmbio em patamares desvalorizados, de modo a favorecer a competitividade da economia. Ao longo da década de 2010, no entanto, dada a tendência de redução da participação das exportações líquidas em relação ao PIB, mudou-se o foco concedido pelas autoridades chinesas à política cambial: trocou-se o papel de favorecedor do setor

exportador pela missão de induzir o processo de internacionalização do Renminbi (Twarowska, 2019).

Como afirma a Youth Research Team of Monetary Policy Department, The People's Bank of China [YRTMPD/PBC] (2020), as reformas do sistema cambial chinês foram conduzidas gradativamente, de forma a permitir que paulatinamente a taxa de câmbio fosse mais liberalizada e mais determinada pelo mercado, sob a alçada do projeto de internacionalização da moeda chinesa. De acordo com Twarowska (2019), houve um aprofundamento das medidas visando diretamente a ampliação do papel do Renminbi para além das fronteiras domésticas em 2009, quando, por efeito da crise financeira internacional, houve grande redução no volume de exportações. O gráfico 17 demonstra a magnitude da redução do saldo em conta corrente em relação ao PIB após 2008. Ao longo da década de 2010 não houve a ocorrência de déficits, porém os superávits se reduziram significativamente.

**Gráfico 17** – Saldo em conta corrente, em % do PIB – China – (2007-2019)



**Fonte:** IMF Data Mapper, International Monetary Fund.

Para Twarowska (2019), pelo fato de que a China possui grande participação no comércio global, é possível que o Renminbi se estabeleça como uma moeda internacional. Em outras palavras, a posição privilegiada da China no comércio internacional favorece a possibilidade de o Renminbi ampliar sua participação nas transações para além do território doméstico.

O ponto de inflexão no processo de internacionalização do Renminbi ocorreu em 2010, pela criação de uma nova taxa de câmbio a ser negociada exclusivamente em mercados estrangeiros. Conforme afirma Mu (2018), a partir de então se estabeleceu que houvesse a coexistência de duas moedas: uma cuja taxa de câmbio é determinada no mercado *onshore*, em território nacional, que corresponde à sigla CNY (*Chinese Yuan*<sup>8</sup>, em inglês); a outra, por sua vez, é a moeda negociada no mercado *offshore*, denominada como Yuan *offshore* e referida pela sigla CNH, que é transacionada fora da China em mercados como o de Hong Kong, Londres, Singapura e Luxemburgo, sendo menos controlada e mais determinada pelo mercado. Os movimentos na taxa de câmbio do Yuan *onshore* são acompanhadas pelo Yuan *offshore*, mas a volatilidade do CNH é historicamente maior do que a volatilidade do CNY, quando ambos respondem ao mesmo evento (Mu, 2018).

Segundo Twarowska (2019), a internacionalização do Renminbi se acelerou com a abertura das negociações da moeda nos mercados *offshore*. Nestes mercados, há bancos que permitem a realização de transações com instituições chinesas ou até mesmo com os outros mercados *offshore* utilizando o Renminbi, o que contribui a ampliar, portanto, o uso da moeda chinesa em transações internacionais.

De Conti, Noijs e Marques (2018) afirmam que é crescente o uso internacional da moeda chinesa. Segundo os autores, os fluxos de IDE oriundos da China, com destino a outras economias, têm contribuído em grande medida com a internacionalização do Renminbi. Na medida em que os fluxos de IDE deixam a China ainda denominados em Renminbi, isso amplia o total de operações internacionais realizadas com a moeda chinesa.

No mercado *onshore*, a taxa de câmbio segue subordinada ao regime de flutuação administrada. Entretanto, no decorrer da década de 2010 foram promovidas várias reformas que ampliaram a flexibilidade da taxa de câmbio chinesa. Em abril de 2012, o intervalo de flutuação diária foi aumentado, de 0,5% para 1%. Este movimento voltou a ocorrer em março de 2014, com a expansão das bandas de flutuação de 1% para 2% (Mu, 2018).

---

<sup>8</sup> De acordo com Majaski (2019), Yuan e Renminbi se referem à mesma moeda. A rigor, Renminbi é o nome dado à moeda chinesa enquanto exerce a função de meio de pagamento, sendo o Yuan a unidade de conta. No entanto, ambos são comumente tratados como sinônimos e, para os propósitos aqui delimitados, serão também tratados assim.

Dessa forma, pode-se inferir que a condução das políticas cambiais chinesas continua não estando em conformidade às proposições novo-keynesianas. As reformas em direção a uma taxa de câmbio mais flexível e determinada pelo mercado não se sucedem para alinhar-se à teoria novo-keynesiana, mas, na verdade, ocorrem em consequência do projeto de internalização do Renminbi. Ou seja, há uma continuidade em termos da condução de uma política cambial alternativa à teoria *mainstream*.

Sun e Li (2017) indicam que, na década de 2000, o controle dos fluxos de capital na China não conteve a grande entrada de capital estrangeiro. Em face disso, a manutenção da estabilidade da taxa de câmbio exigiu, como contrapartida, o volumoso acúmulo de reservas internacionais (Cunha, Biancarelli, & Prates, 2007; CASS, 2014). Assim, em 2015, o PBC adicionou duas medidas de controle ao seu escopo de políticas macroprudenciais: (i) o controle da liquidez de divisas estrangeiras e (ii) o controle dos fluxos de capital além-fronteiras (Sun & Li, 2017).

Dentre estas medidas macroprudenciais, o PBC passou a exigir que todas as instituições financeiras mantivessem em reserva o montante equivalente a 20% de suas respectivas posições expostas em divisa estrangeira, visando a redução de comportamentos especulativos no mercado. Além disso, o PBC iniciou o controle quanto à alavancagem das instituições chinesas tanto sobre a dívida externa quanto sobre o Yuan *offshore*, que está mais sujeito a ataques especulativos (Sun & Li, 2017).

De acordo com Mu (2018), o PBC, em 2018, abandonou novamente o dólar estadunidense como referência à taxa de câmbio e voltou a estabelecê-la em função de uma cesta de moedas. Ainda assim, a taxa CNY/USD é a que apresenta maior volume transacionado e se preserva como a principal taxa de câmbio chinesa. Mu (2018) ainda indica que a política cambial chinesa, ao mesmo tempo em que gradualmente amplia a sua liberalização, também zela por uma estabilidade relativa do valor de sua moeda, e, para isso, o PBC segue fazendo operações no mercado para conduzir a direção da taxa de câmbio. Essas medidas afetam primeiramente o Yuan *onshore* (CNY) e, posteriormente, o Yuan *offshore* (CNH).

Pelo gráfico 18, é possível observar as flutuações na taxa de câmbio entre o CNY e o dólar estadunidense. Há uma tendência de valorização do CNY de 2010 a 2015, que depois se converte em uma tendência de desvalorização até o fim de 2016. Ao longo de 2017 e no início de 2018, a moeda chinesa experimenta uma nova valorização, cuja taxa

de câmbio CNY/USD inicia o ano próxima de 7,0 e chega a ao patamar de 6,3 em março de 2018. Deste ponto em diante, inicia-se uma nova onda de desvalorização, chegando à taxa mais alta da década em agosto de 2019, ao se aproximar do patamar de 7,2.

**Gráfico 18** – Taxa de câmbio CNY/USD – (2010-2019)



**Fonte:** National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) e cálculos do autor.

Como afirma Twarowska (2019), uma condição necessária à internacionalização do Renminbi é a existência de um aberto e desenvolvido mercado de capitais na China. Nesse sentido, como já abordado na seção sobre política monetária, há deliberadas ações das autoridades chinesas para assegurar os avanços dos mercados financeiros chineses, promovendo sua maior liberalização, ainda que de modo gradual.

Twarowska (2019) ainda destaca a continuidade da importância das políticas cambiais chinesas: se anteriormente a manutenção do câmbio desvalorizado foi importante ao crescimento da economia doméstica, agora, neste novo momento em que a China se consolida como um dos principais atores econômicos globais e possui ampla participação no comércio internacional, a política cambial alterou seu foco. O novo foco se refere à internacionalização do Renminbi, de modo a ampliar a sua relevância e participação em nível mundial. Para atingir este objetivo, está em curso um processo de gradual liberalização da taxa de câmbio e desenvolvimento do mercado de capitais

chinês. Mudou-se, portanto, a orientação ao qual se subordina a política cambial, mas esta ainda preserva sua posição de grande importância na condução das políticas macroeconômicas chinesas.

Em suma, demonstrou-se, nesta seção, como a condução das políticas cambiais na China segue se constituindo como uma experiência alternativa às proposições novo-keynesianas. Primeiro, há a manutenção do regime de flutuação administrada da taxa de câmbio, sendo que os movimentos em direção a uma maior flexibilização não se dão nos termos propostos pela teoria *mainstream*, mas ocorrem, em grande medida, em nome do projeto de internacionalização da moeda chinesa. Além disso, não existe a subordinação da política cambial à política monetária, nos moldes do regime de metas de inflação. O que ocorre é uma coordenação entre ambas, para lograr o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico e permitir a ascensão do Renminbi em âmbito internacional ao longo da década de 2010. Portanto, a condução da política cambial na China se manteve como elemento importante na condução das políticas macroeconômicas e, assim como no caso das políticas monetárias e fiscais, segue fornecendo uma experiência alternativa ao que propõe a teoria novo-keynesiana.

## 5 CONCLUSÃO

Buscou-se mostrar, ao longo deste trabalho, como o escopo de políticas macroeconômicas adotado na China ao longo das duas primeiras décadas do século XXI se diferenciou fundamentalmente das proposições dominantes da teoria novo-keynesiana, seja em termos de política monetária, fiscal ou cambial. Ou seja, discutiu-se, a partir destes três eixos das políticas macroeconômicas, como o caso da China se caracterizou por representar uma proposição alternativa, incorporando novos instrumentos e estabelecendo distintos objetivos, dentre os quais boa parte não estava contida na abordagem *mainstream*. Na medida em que os objetivos determinados pelas autoridades chinesas foram alcançados, em sua maioria, pode-se inferir que a experiência alternativa chinesa se mostrou capaz de lograr êxito. A trajetória de acelerado crescimento econômico, principalmente, manteve-se preservada.

A política monetária chinesa se caracterizou pela adoção de múltiplos instrumentos – tanto quantitativos quanto qualitativos – e múltiplos objetivos, em contraste, portanto, ao regime de metas de inflação, defendido pela teoria novo-keynesiana, que estabelece um único instrumento (a taxa de juros de curto prazo) e um único objetivo (o controle de preços). No decênio de 2000 a 2009, o controle sobre os agregados monetários e a taxa de juros de mão dupla (taxas de juros sobre empréstimos e depósitos bancários eram reguladas pelo PBC, enquanto as taxas de juros do mercado monetário e de títulos eram determinadas pelo mercado) se constituíram nos principais instrumentos de condução de política monetária na China, subordinada a diversos objetivos, como o crescimento econômico, estabilidade de preços e concessão de crédito. Além disso, após a eclosão da crise financeira internacional de 2008, os estímulos de política monetária adotados pela China se diferenciaram das medidas de *quantitative easing* amplamente aplicadas nas economias avançadas. No caso chinês, o estímulo em termos de política monetária se deu, principalmente, pelo fomento à concessão de crédito.

Já na primeira década do século XXI, as autoridades chinesas faziam amplo uso da política fiscal enquanto instrumento de política anticíclica. A política fiscal não se subordinava à política monetária e também possuía caráter central no conjunto de políticas macroeconômicas chinesas. Neste aspecto, as políticas chinesas também não se alinham ao que é proposto pelo arcabouço da teoria *mainstream*. Para os novos-keynesianos, a política fiscal deve se subordinar à política monetária, contida no âmbito

do regime de metas de inflação, de forma a assegurar a sua efetividade. Em 2009, após a eclosão da crise, os estímulos por meio do pacote fiscal de RMB 4 trilhões foram fundamentais à rápida recuperação da economia chinesa depois dos eventos de 2008. Este vigoroso programa de estímulos foi conduzido de maneira estrategicamente descentralizada pelo governo chinês, de forma a catalisar o estímulo à demanda agregada e à recuperação da economia. Outro importante contraste entre as políticas fiscais chinesas e a teoria novo-keynesiana reside na ausência de preocupação da China quanto à trajetória da dívida pública, ao passo em que este elemento é central nos modelos da vertente *mainstream*.

Quanto à política cambial entre 2000 e 2009, esta assumiu um papel central no processo de ascensão da China no comércio internacional, favorecendo, em grande medida, a manutenção da competitividade chinesa. A preservação da taxa de câmbio em patamar desvalorizado estimulou as exportações e a entrada de capital estrangeiro, principalmente na forma de Investimento Direto Estrangeiro. Para tanto, a China fez uso de um regime de câmbio fixo até meados de 2005 e, doravante, adotou um regime de flutuação administrada, de forma a garantir a manutenção da competitividade. Dado o elevado recebimento de fluxos de divisas estrangeiras ao longo da década, o PBC teve de atuar diretamente sobre a taxa de câmbio para evitar a sua apreciação. Tais medidas não se encontram em conformidade com o que propõe a teoria novo-keynesiana, que faz defesa pelo uso do regime de câmbio flutuante e não recomenda que os bancos centrais atuem no mercado a fim de influenciar o direcionamento da taxa de câmbio.

Após ascender no comércio internacional durante a década de 2000-2009, a China se consolidou como a segunda maior potência econômica do mundo na década de 2010-2019. Tal transformação implicou mudanças na condução das políticas macroeconômicas, que precisaram se adaptar, gradualmente, a uma nova realidade que estava emergindo. Ainda assim, se preserva o fato de que as políticas macroeconômicas chinesas se constituem em uma experiência alternativa ao que é proposto pela teoria novo-keynesiana. A política monetária seguiu com múltiplos instrumentos e objetivos ao longo da década de 2010-2019. No entanto, as autoridades chinesas promoveram um crescente uso da taxa de juros como instrumento principal de política monetária. Isso porque o controle dos agregados monetários perde efetividade na condução da política monetária e, em paralelo, havia a necessidade de se desenvolver o mercado financeiro chinês, em nome da promoção da internacionalização do Renminbi. O desenvolvimento

do mercado financeiro da China passava por uma maior liberalização da taxa de juros. Assim, as reformas graduais da política monetária chinesa não se orientam ao estabelecimento do regime de metas de inflação, mas estão atreladas ao alcance de diversos objetivos, no que se constitui na principal diferença em relação à teoria *mainstream*.

Em termos de política fiscal, há uma continuidade em relação à década de 2000-2009. O pacote de estímulos fiscais, que fora anunciado logo após a eclosão da crise financeira internacional de 2008 e perdurara até o início da década seguinte foi fundamental à rápida recuperação da economia chinesa. A condução da política fiscal, no entanto, não foi capaz de promover um aumento da participação do consumo sobre o PIB chinês. Pelo contrário, a razão investimento/PIB cresceu em relação à década anterior, em decorrência, em grande medida, do pacote de estímulos. De qualquer forma, a política fiscal se manteve em seu papel central e não meramente subordinada à política monetária, como defendido pelos novos-keynesianos.

Em relação à política cambial, houve uma profunda mudança no objetivo a que esta se orienta. Se na década anterior o foco era dado à manutenção da competitividade chinesa, agora a política cambial se subordina ao projeto de internacionalização do Renmimbi. A política cambial preserva, portanto, seu caráter central dentre as políticas macroeconômicas chinesas. Além disso, foi mantido o regime de flutuação administrada, com ampliação gradual das bandas de flutuação. Ou seja, a experiência chinesa em termos de política cambial segue destoando das proposições principais dos novos-keynesianos. Entre as medidas para promover a internacionalização do Renmimbi, as principais dizem respeito ao envio de fluxos de IDE da China para outros países, denominados em Renminbi, e à criação das taxas de câmbio *onshore* (negociada nos mercados domésticos) e *offshore* (negociada em mercados estrangeiros).

O presente trabalho procurou demonstrar, portanto, que, ao longo das duas décadas, as políticas macroeconômicas adotadas na China se diferenciam do que é proposto pela teoria novo-keynesiana. O conjunto das políticas macroeconômicas chinesas se subordina a diversos objetivos, dentre os quais o crescimento econômico de longo prazo é o principal. Como demonstrado, a experiência chinesa não somente se contrasta ao arcabouço teórico novo-keynesiano, mas também se mostra capaz de lograr êxito e atingir os objetivos estabelecidos pelas autoridades do país.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Akerlof, G. A. (2014). The Cat in the Tree and Further Observations: Rethinking Macroeconomic Policy II. In G. A. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer, & J. Stiglitz (Eds.). *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis* (pp. 317-320). Cambridge: The MIT Press.
- Andrade, E. C. (2004). Bacen e BCs selecionados: uma análise comparativa do nível de transparência. *Revista de Economia Política*, *24* (3), 354-374.
- Arestis, P. (2009). Fiscal Policy within the ‘New Consensus Macroeconomics’ Framework. In J. Creel & M. Sawyer (Eds.). *Current Thinking on Fiscal Policy* (pp. 6-27). Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Arestis, P., & Sawyer, M. (2008). A Critical Reconsideration of the Foundations of Monetary Policy in the New Consensus Macroeconomics Framework. *Cambridge Journal of Economics*, *32*, 761-779.
- Banton, C. (2020). *Introduction to the Chinese Banking System*. Available in: <https://www.investopedia.com/articles/economics/11/chinese-banking-system.asp>
- Bernanke, B. S. (2020). The New Tools of Monetary Policy. *American Economic Review*, *110* (4), 943-983.
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., & Mauro, P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, *42* (6), 199-215.
- Blanchard, O., & Giavazzi, F. (2006). Rebalancing Growth in China: A Three-Handed Approach. *China & World Economy*, *14* (4), 1-20.
- Borghi, R. A. Z. (2015). *Growth Trajectories in the Globalisation Era: A Macrosectoral Analysis of China and Brazil*. PhD thesis, University of Cambridge, Cambridge, United Kingdom.
- Burdekin, R. C. K., & Siklos, P. L. (2008). What has driven Chinese monetary policy since 1990? Investigating the People’s bank’s policy rule. *Journal of International Money and Finance*, *27*, 847-859.
- Cevik, S., & Correa-Caro, C. (2020). Growing (un)equal: fiscal policy and income inequality in China and BRIC+. *Journal of the Asia Pacific Economy*, *25* (4), 634-653.

Chen, K., Higgins, P., Waggoner, D. F., & Zha, T. (2016). China pro-growth monetary policy and its asymmetric transmission. *Working Paper 2016-9*, Federal Reserve Bank of Atlanta.

China Foreign Exchange Trade System (n.d). *About Shibor*. Available in: <http://www.chinamoney.com.cn/english/bmkshb/>

Chinese Academy of Social Sciences (2014). Rethinking China's Macroeconomic Policy. *China Economist*, 9 (2), 14-34.

Corsetti, G., Kuester, K., & Müller, G. J. (2017). Fixed on Flexible: Rethinking Exchange Rate Regimes after the Great Recession. *IMF Economic Review*, 65 (3), 586-632.

Cova, P., Pisani, M., & Rebucci, A. (2010). Macroeconomic Effects of China's Fiscal Stimulus. *IDB Working Paper Series 211*, Inter-American Development Bank.

Cunha, A. M., Biancarelli, A. M., & Prates, D. M. (2007). A Diplomacia do Yuan Fraco. *Revista de Economia Contemporânea*, 11 (3), 525-562.

Cúrdia, V., & Woodford, M. (2010). Conventional and Unconventional Monetary Policy. *Federal Reserve of St. Louis Review*, 94 (4), 229-264.

De Conti, B. M., Noijs, P. V., Marques, M. Z. (2018). China: capital flight or renminbi internationalization? *Proceedings of the Encontro Nacional de Economia*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 46.

Ding, Y., McQuoid, A., & Karayalcin, C. (2019). Fiscal decentralization, fiscal reform, and economic growth in China. *China Economic Review*, 53, 152-167.

Dunaway, S., & Fedelino, A. (2006). Fiscal Policy in China. In: J. Aziz, S. Dunaway, & E. Prasad (Eds.). *China and India: Learning from Each Other – Reforms and Policies for Sustained Growth*. New York: International Monetary Fund.

Fan, C. C. (2006). China's Eleventh Five-Year Plan (2006-2010): From "Getting Rich First" to "Common Prosperity". *Eurasian Geography and Economics*, 47 (6), 708-723.

Fang, C., Yang, D., & Meiyan, W. (2009). Crise ou Oportunidade: resposta da China à Crise Financeira Global. *Revista Tempo do Mundo*, 1 (1), 97-119.

Financial Industry Regulatory Authority (n.d.). *Mortgage-Backed Securities*. Available in: <https://www.finra.org/investors/learn-to-invest/types-investments/bonds/types-of-bonds/mortgage-backed-securities>

Flassbeck, H., Dullien, S., & Geiger, M. (2005). China's spectacular growth since the mid-1990s – macroeconomic conditions and economic policy challenges. In *China In A Globalizing World* (pp. 1-44). New York: United Nations Publications.

Frankel, J. A., & Wei, S. (2007). Assessing China's Exchange Rate Regime. *44<sup>th</sup> Panel Meeting of Economic Policy*, 575-627.

Galí, J. (2018). The State of New Keynesian Economics: A Partial Assessment. *Journal of Economic Perspectives*, *32* (3), 87-112.

Gao, S. (1996). *China's Economic Reform*. Basingstoke: Macmillan Press.

Gumus, I. (2016). The Relationship Between Sovereign Spreads and International Reserves: Does the Exchange Rate Regime Matter?. *Emerging Markets Finance & Trade*, *52*, 658-673.

Guo, Q., Jia, J., Zhang, Y., & Zhao, Z. (2011). Mix of Fiscal and Monetary Policy Rules and Inflation Dynamics in China. *China & World Economy*, *19* (5), 47-66.

He, D., & Wang, H. (2012). Dual-track interest rates and the conduct of monetary policy in China. *China Economic Review*, *23*, 928-947.

He, Z., & Jia, G. (2020). An Institutional Analysis of China's Reform of their Monetary Policy Framework. *Journal of Economic Issues*, *54* (3), 838-854.

Hu, A., Wang, Y., & Yan, Y. (2006). Legacies and Lessons of the "10th Five-year Plan". *China Economist*, *3*, 124-132.

Huang, K. X. D., Tian, G., & Wang, Y. (2019). Tackle China's Economic Complexities by Deepening Reform and Opening Up: Macroeconomic Outlook, Policy Simulations, and Reform Implementation – A Summary of the Annual SUFE Macroeconomic Report (2018–2019). *Frontiers of Economics in China*, *14* (1), 80-109.

International Monetary Fund (n.d). *IMF Data Mapper*. Available in: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>

Kohlscheen, E. (2011). The impact of monetary policy on the exchange rate: puzzling evidence from three emerging economies. *Working Paper Series 259*, Banco Central do Brasil.

Laurens, B. J., & Maino, R. (2007). China: Strengthening Monetary Policy Implementation. *IMF Working Paper*, International Monetary Fund.

Lavoie, M. (2018). Rethinking macroeconomic theory before the next crisis. *Review of Keynesian Economics*, 6 (1), 1-21.

Li, L., Tan, H., & Zhang, H. (2020). Government Finance and Money Creation in China: An MMT Perspective. *The Chinese Economy*, 53 (4), 329-341.

Lopreato, F. L. C. (2013). *Caminhos da Política Fiscal do Brasil* (Chap. 1, pp. 1-74). São Paulo: Editora Unesp.

Majaski, C. (2019). Yuan vs. Renminbi: What's the Difference?. Available in: <https://www.investopedia.com/articles/forex/061115/yuan-vs-rmb-understanding-difference.asp>

Masiero, G. (2006). Origens e desenvolvimento das Township and Village Enterprises (TVEs) chinesas. *Revista de Economia Política*, 26 (3), 425-444.

Medeiros, C. A. (2013). Padrões de investimento, mudança institucional e transformação estrutural na economia chinesa. In R. Bielschowsky (Org.). *Padrões de desenvolvimento econômico (1950–2008): América Latina, Ásia e Rússia*. (Vol. 2, Chap. 9, pp. 435-490). Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos.

Minella, A., Springer de Freitas, P., Goldfajn, I., & Muinhos, M. K. (2003). Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility. *Working Paper Series 77*, Banco Central do Brasil.

Mishkin, F. S. (2008). Challenges for Inflation Targeting in Emerging Market Countries. *Emerging Markets Finance & Trade*, 44 (6), 5-16.

Mu, R. (2018). *CNH vs CNY: Differences Between the Two Yuan*. Available in: <https://www.nasdaq.com/articles/cnh-vs-cny-differences-between-two-yuan-2018-09-12>

- National Association of Securities Dealers Automated Quotations (n.d.). *Chinese Renminbi (RMB)*. Available in: <https://www.nasdaq.com/market-activity/futures/rmb>
- National Bureau of Statistics of China (n.d.). *China Statistical Yearbook*. Available in: <http://www.stats.gov.cn/english/Statisticaldata/AnnualData/>
- Naughton, B. (1994). Chinese Institutional Innovation and Privatization from Below. *American Economic Review*, **84** (2), 266-270.
- Naughton, B. (2009). Understanding the Chinese Stimulus Package. *China Leadership Monitor*, **28**, 1-12.
- Nonnenberg, M. J. B. (2010). China: Estabilidade e crescimento econômico. *Revista de Economia Política*, **30** (2), 201-218.
- Obstfeld, M. (2020). Harry Johnson's "Case for Flexible Exchange Rates" – 50 Years Later. *NBER Working Paper 26874*, National Bureau of Economic Research.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (n.d.). *OECD Stat*. Available in: <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=60702#>
- Pedrosa, I., & Farhi, M. (2015). Macroeconomic theory in the aftermath of the crisis: mainstream and new Keynesianism. *Nova Economia*, **25** (2), 237-260.
- Peters, E. D. (2013). La economía China desde la crisis internacional en 2008: estrategias, políticas y tendencias. *Economía UNAM*, **10** (28), 53-69.
- Romer, C. D. (2009). Fiscal Policy and Economic Recovery. *Business Economics*, **44** (3) 132-135.
- Sawyer, M. (2006). Inflation Targeting and Central Bank Independence: We Are All Keynesians Now! Or Are We?. *Journal of Post Keynesian Economics*, **28** (4), 639-651.
- Sun, G., & Li, W. (2017). Monetary Policy, Exchange Rate and Capital Flow – From "Equilateral Triangle" to "Scalene Triangle". *The People's Bank of China Working Paper Series 2017/3*, The People's Bank of China.
- Taylor, J. B. (1993). **Macroeconomic Policy in a World Economy: From Econometric Design to Practical Operation**. New York: W. W. Norton & Company.

Twarowska, K. (2019). Reforms of China's exchange rate regime and the Renminbi internationalization. *Ekonomia i Prawo. Economics and Law*, *18* (4), 531-556.

Wachtel, P., & Blejer, M. I. (2020). A Fresh Look at Central Bank Independence. *Cato Journal*, *40* (1), 105-132.

Wong, C. (2011). The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China. *OECD Journal on Budgeting*, *11* (3), 1-21.

World Bank (n.d.). *Global Economic Monitor*. Available in: [https://databank.worldbank.org/source/global-economic-monitor-\(gem\)/preview/on](https://databank.worldbank.org/source/global-economic-monitor-(gem)/preview/on)

World Bank (n.d.). *World Development Indicators*. Available in: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>

Xiang, D., Sharma, P., & Zhang, Y. (2019). The Global Financial Crisis, Fiscal Stimulus Package and the Chinese Banking Sector – A Pre- and Post-Efficiency Analysis. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, *22* (2), 1-43.

Xiaojing, Z. (2016). The New Normal of China's Macroeconomic Policy. *China Economist*, *11* (3), 15-24.

Youth Research Team of the Monetary Policy Department, The People's Bank of China (2020). *The People's Bank of China Working Paper Series 2020/9*, The People's Bank of China.