

# Mudança no regime cambial da China\*

André Moreira Cunha\*\*

Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e Pesquisador do CNPQ.

## Resumo

*Neste trabalho, analisa-se o novo regime cambial da China. Argumenta-se que a opção gradualista dos "policymakers" chineses reflete a necessidade de se lidar com as pressões contraditórias com respeito ao valor externo do yuan renminbi. Enfatiza-se o contexto internacional dos desequilíbrios de pagamentos entre a economia norte-americana e o resto do mundo, especialmente as economias asiáticas.*

**Palavras-chave:** China; regime cambial; desequilíbrios externos.

## Abstract

*In this paper we analyze the new exchange rate regime in China. We argue that the gradualist option of chinese policymakers reflects the necessity of manage contradictory pressures over the external value of the yuan renminbi. We emphasize the international context of payments imbalances among U.S. economy and the rest of the world, especially the asian economies.*

Artigo recebido em 23 ago. 2005.

## 1 - Introdução

Há cerca de três anos, intensificaram-se as críticas à opção chinesa de manter sua moeda — o yuan renminbi<sup>1</sup> — atrelada ao dólar norte-americano (somente dólar, de agora em diante) através de um regime de câmbio fixo. Tal posição vinha tanto dos setores oficiais e privados dos EUA, quanto de países que estavam

sofrendo com a pressão concorrencial chinesa. Argumentava-se que a rigidez daquele regime cambial estaria potencializando os desequilíbrios nos pagamentos internacionais, manifestos, especialmente, nos crescentes déficits em conta corrente dos EUA. A estratégia da China e de outras economias asiáticas de atuar de forma ativa nos mercados cambiais, com o objetivo de estabilizar o valor de suas moedas em termos do dólar e de ampliar — em um ritmo sem precedente na história recente das finanças internacionais — as reservas oficiais, passou a ser apontada, de forma depreciativa, como sendo "mercantilista"<sup>2</sup>.

---

\* Versão de agosto de 2005. As traduções de citações originais do inglês para o português foram feitas pelo autor. O mesmo agradece pelo apoio de pesquisa ao bolsista do PIBIC-CNPQ, Henrique B. Renck.

\*\* E-mail: amcunha@hotmail.com

<sup>1</sup> O yuan renminbi (RMB) é a moeda oficial da China. Eventualmente yuan e renminbi serão utilizados, isoladamente, ao longo do texto. Devem ser lidos como simplificações de uma mesma unidade monetária.

<sup>2</sup> Sobre tais questões, recomenda-se a leitura de: Goldstein (2003), Bergsten (2004) e Eichengreen (2004). Ver, também, as análises da revista **The Economist**, de 10.07.03, de 18.09.03 e de 05.02.04 (Fear..., 2003; Oriental..., 2003; Let..., 2004).

Em julho de 2005, a China surpreendeu o mundo, ao anunciar um novo regime cambial. O yuan passaria a ser administrado em função da flutuação de uma cesta composta por 11 moedas, com destaque para o dólar, o euro, o iene japonês e o won coreano. Nesse sentido, o presente artigo tem por objetivo analisar as origens de tal mudança e suas possíveis implicações. Para tanto, inicia-se analisando a natureza dos desequilíbrios recentes na economia internacional e das estratégias macroeconômicas adotadas nas regiões periféricas, especialmente na Ásia. A seguir, mostra-se o papel cada vez mais importante da China nas dinâmicas econômicas regional e mundial. A partir de tais elementos, parte-se para uma análise do novo regime cambial chinês. Mesmo sendo um fato recente, há elementos de natureza estrutural que permitem realizar uma avaliação, ainda que preliminar, daquele movimento tático da China. Seguem algumas considerações finais.

## 2 - Desequilíbrios estruturais na economia internacional e estratégias macroeconômicas nas economias periféricas

A economia internacional vem demonstrando um grande dinamismo desde meados de 2003. Depois da retração no ritmo de crescimento de seus principais pólos dinâmicos em 2001 e 2002, os elevados estímulos fiscais e monetários nas economias centrais, especialmente nos EUA, garantiram o quadro atual de recuperação, cujo ápice se deu em 2004. Verificou-se, ali, uma convergência de fatores positivos, com destaque para: (a) o maior nível de crescimento do PIB mundial desde 1976; (b) uma forte expansão do comércio internacional, tanto em termos de volume quanto, principalmente, de preços; e (c) uma abundante liquidez financeira, que favoreceu a manutenção de um ambiente global de baixas taxas de juros reais (International Monetary Fund, 2005).

Todavia os mesmos fatores determinantes da recuperação estão gerando um conjunto de desequilíbrios, dentre os quais cabe destacar o elevado déficit em conta corrente dos EUA, que passou de um patamar abaixo de 2% do PIB, no começo dos anos 90, para 4%, no final da década, atingindo 6% no ano de 2004. Sua tendência segue sendo de alta. No atual ciclo

político, o déficit externo vem sendo acompanhado por déficits fiscais também crescentes, dados os significativos estímulos de redução de impostos e de ampliação de gastos ocorridos depois de 2001. A volta dos "déficits gêmeos" tem colocado em debate a qualidade (no futuro) da dívida pública norte-americana, cujo nível corrente vem-se aproximando, velozmente, de patamares mais típicos das economias periféricas.<sup>3</sup> Em uma perspectiva mais ampla, verifica-se que as famílias e as empresas também apresentam níveis recordes de endividamento<sup>4</sup>, o que caracterizaria a emergência de uma situação de elevada fragilidade financeira. O modelo de crescimento liderado pelo consumo e amparado por um elevado endividamento traduzir-se-ia em estímulos à produção mundial em regiões emergentes, que passaram a absorver, nas últimas duas décadas, uma parcela crescente da capacidade produtiva mundial. Ademais, segmentos dos mercados financeiros, como o mercado imobiliário, estariam superaquecidos. Em 2004, a variação anual dos preços dos imóveis atingiu níveis recordes nos EUA, sendo também altista em vários outros países (Ann. Rep., 2005).

A contrapartida para a ampliação da posição devedora líquida dos EUA estaria no aumento da posição credora do resto do mundo, implicando exportação de poupança por parte de economias centrais e periféricas.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> "A medida mais ampla do total da dívida dos Estados Unidos com o resto do mundo — a posição líquida de investimentos internacionais ou PLI — aumentou de 5% do PIB em 1997 (US\$ 360 bilhões) para um valor esperado de 28% do PIB (US\$ 3,3 trilhões) até o final de 2004. Equivalendo a 280%, a taxa de dívida sobre exportações dos EUA está atingindo rapidamente patamares das economias latinas mais problemáticas, como Argentina e Brasil. Sem ajustes mais profundos, o endividamento externo líquido dos EUA está no caminho de atingir 50% do PIB e cerca de 500% das receitas de exportação em 2008." (Roubini; Setser, 2005b, p. 9 — esta e as demais citações foram traduzidas por nós). Roubini e Setser (2005b) estimam que, ainda em 2005, os EUA se tornem pagadores líquidos de juros para o resto do mundo.

<sup>4</sup> Papadimitriou *et al.* (2005) realizam uma análise detalhada do endividamento norte-americano a partir de um referencial teórico que valoriza a tradição keynesiana-minskyana.

<sup>5</sup> Bernanke (2005) analisa os desequilíbrios das contas externas dos EUA, assumindo que há um problema global de "excesso de poupança" (*global saving glut*). Para o então Diretor do FED, a economia norte-americana seria passiva nesse processo. Tal excesso de poupança se originaria, principalmente, de: (a) questões demográficas dos países centrais (envelhecimento da população); (b) aumento do preço do petróleo (o que geraria uma transferência de renda para os países exportadores dessa importante *commodity*); e (c) das estratégias defensivas dos países periféricos nesse período (pós-crise asiática) de crises financeiras e de volatilidade dos mercados, caracterizadas pela

Países estruturalmente superavitários, especialmente em conta corrente, como Japão, China, Coréia do Sul, outras economias asiáticas emergentes, os países da região do euro, exportadores de petróleo e, desde 2003, os latino-americanos vêm financiando os "déficits gêmeos" norte-americanos pela reconversão de seus superávits externos em reservas, as quais são aplicadas em ativos financeiros denominados em dólares norte-americanos. Os bancos centrais dos países asiáticos vêm desempenhando um papel de destaque nesse processo.

Diante de tal quadro, há analistas que consideram os crescentes déficits dos EUA como um elemento potencialmente desestabilizador de uma conjuntura global que se revela excepcionalmente favorável desde 2003.<sup>6</sup> Há, porém, os que enxergam um elemento positivo nos déficits, que estariam dinamizando o crescimento de regiões periféricas.<sup>7</sup> Entre o primeiro grupo<sup>8</sup>, cresce o consenso de que o ajuste para os "desequilíbrios" globais passaria por um realinhamento de moedas, no qual os países asiáticos, notadamente a China, deveriam aceitar uma maior flexibilidade em suas taxas de câmbio. A valorização da moeda chinesa (frente ao dólar) viria a se somar à apreciação de outras moedas, como o euro, permitindo uma depreciação mais significativa da taxa de câmbio real e efetiva do dólar, o que, por sua vez, garantiria uma acomodação dos desajustes comerciais bilaterais, pelo aumento das exportações líquidas dos EUA.

Os países que estão sendo pressionados para absorver os novos ajustes cambiais — e aqui o caso chinês segue na linha de frente — passaram a argumentar que a origem dos "desequilíbrios" estaria não em suas políticas macroeconômicas "defensivas" ou "mercantilistas", mas, sim, no baixo nível de poupança norte-americana, o que é um eufemismo para o "excesso de

gasto". Por essa ótica, a correção viria, principalmente, de um ajuste fiscal do Governo dos EUA e de um aumento da poupança privada.<sup>9</sup> Diante de tal consideração, respeitados analistas norte-americanos vêm-se refugiando na tese de que há um problema global de "excesso de poupança", que busca abrigo em ativos denominados em dólares, de modo que os EUA seriam passivos nesse processo.<sup>10</sup> A mudança no regime cambial chinês, conforme será demonstrado na seqüência, implicou uma nova linha de argumentação, que agora passou a enfatizar a busca de maior flexibilidade do renminbi. Na prática, a moeda chinesa elevou-se pouco mais de 2% diante do dólar até o presente momento.

Por qualquer linha de argumentação, ao se considerarem os desequilíbrios de pagamentos como um problema a ser corrigido em um horizonte relativamente próximo, abre-se espaço para a avaliação dos possíveis impactos de um ajuste global de preços — juros e câmbio das principais moedas — e quantidades — mudanças na demanda induzidas, por exemplo, por alterações na política fiscal dos EUA. Dentre outros aspectos, há uma ênfase nos efeitos esperados: (a) de um aperto fiscal nos EUA capaz de promover a redução dos gastos públicos e privados, o que afetaria negativamente as exportações de terceiros países; (b) de mudanças súbitas e/ou mais intensas do que o projetado pelas expectativas correntes dos investidores nos preços de importantes ativos financeiros, especialmente a partir da elevação nos juros curtos e longos dos EUA<sup>11</sup>; (c) o que poderia ampliar a aversão ao risco dos investidores internacionais e, assim, reverter o quadro recente de recomposição da liquidez financeira para os países periféricos; e (d) a capacidade de mudanças de preços relativos induzidas pela queda na taxa de câmbio real e efetiva do dólar — agora com o estímulo de uma valorização do renminbi — em reverter o quadro de desequilíbrios nos

geração de superávits em conta corrente e acúmulo de reservas. Stephen Roach, estrategista do Morgan Stanley e um dos mais festejados analistas da economia internacional, contesta a tese de Bernanke, argumentando que, de acordo com as estimativas mais recentes do FMI, a poupança global não teria aumentado significativamente no período recente. Seu ligeiro aumento (de 23% na média do período 1983-00 para 25% em 2004) teria acompanhado a elevação dos investimentos. Por isso, ele questiona: "(...) onde está o excesso de poupança?". Ver What (2005).

<sup>6</sup> Alguns exemplos, nesse sentido, são: Roubini e Setser (2005a), Eichengreen (2004), Frankel (2005) e Summers (2004).

<sup>7</sup> É o argumento de Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003) e de Dooley e Garber (2005), no que se convencionou chamar de hipótese Bretton Woods II.

<sup>8</sup> Ver, dentre outros, Bergsten (2004), Bergsten e Williamson (2004) e International Monetary Fund (2005, cap. 3).

<sup>9</sup> O debate, aqui, retoma os contornos verificados na primeira metade dos anos 80, quando os EUA pressionavam Japão e Alemanha para assumirem o ônus do ajuste dos desequilíbrios nos balanços de pagamentos. A desvalorização coordenada do dólar, depois do Acordo do Plaza, foi uma das respostas mais evidentes da tensão política da época.

<sup>10</sup> Bernanke (2005) expôs esse argumento de forma contundente. Dooley e Garber (2005) tomam-no como um elemento acessório em sua análise da hipótese Bretton Woods II.

<sup>11</sup> Cá está uma das aparentes "anomalias" dos mercados financeiros globais. O *conundrum* da taxa de juros norte-americana foi explicitado por Stephen Roach (Real..., 2005). Trata-se da questão dos reduzidos níveis da taxa real de juros e do aparente descolamento dos movimentos de elevação das taxas curtas do FED (*policy rate* dos Fed Funds) com respeito às taxas longas dos T-bonds.

pagamentos internacionais. É importante lembrar que o ajuste nos mercados de ativos financeiros poderia ocorrer em função da perda de um movimento mais amplo de confiança no dólar, dadas as estratégias de recomposição de portfólio dos detentores dos instrumentos de dívida emitidos nos EUA.

Entre os otimistas, como os proponentes da hipótese Bretton Woods II (Dooley; Folkerts-Landau; Garber, 2003; Dooley; Garber, 2005), o estabelecimento de um jogo de soma positiva entre o devedor em última instância, os EUA e os países exportadores emergentes poderia dar longa vida ao processo de (re)localização de parte significativa da produção industrial mundial, do centro para a periferia, notadamente para a região do Pacífico Asiático. Com isso, tais regiões emergentes poderiam crescer de forma acelerada, incorporando seus contingentes populacionais ainda à margem dos setores modernos. Em contrapartida, a poupança financeira gerada pelo processo de crescimento via *drive* exportador seria reciclada pelos mercados financeiros dos países centrais, mais especificamente, dos EUA, mais robustos e confiáveis que os mercados locais dos países periféricos. Todavia esse jogo não inclui todos os países periféricos. Os ganhos na absorção de capitais e novas tecnologias e a inserção nos mercados consumidores mais dinâmicos têm-se concentrado em poucos "países vencedores". Em geral, os resultados verificados, até agora, do processo de liberalização econômica, especialmente na dimensão financeira, sinalizam para o aumento da instabilidade e não para o crescimento sustentável.<sup>12</sup>

As tensões correntes que ligam as economias centrais às periféricas repõem, tanto na dimensão comercial quanto, principalmente, na esfera financeira, o desafio da busca de estratégias alternativas de inserção na economia global. Esta vem se caracterizando pela recorrência de ciclos de expansão e contração da liquidez financeira, o que, por sua vez, cria ondas de crescimento real e financeiro nos países receptores de capital, cujos declínios posteriores, quando dos movimentos de refluxo daqueles capitais, geram graves crises econômicas e sociais. A posição financeira externa das economias periféricas é particularmente sensível aos movimentos exogenamente determinados de expansão e contração da liquidez nos mercados financeiros dos países centrais, bem como ao perfil de composição das carteiras dos seus investidores. Movimentos de "fuga para qualidade",

provocados por um aumento na aversão ao risco dos investidores e/ou na ampliação das taxas de retorno de papéis de maior qualidade emitidos no centro do sistema, provocam fortes oscilações nos mercados financeiros domésticos dos países em desenvolvimento.

No quadro atual, de sensíveis desequilíbrios nos pagamentos internacionais, uma crise de confiança no dólar só poderia ser evitada caso o resto do mundo mantenha a disposição de financiar o "crescimento liderado pelo consumo" dos EUA e, assim, seus déficits em transações correntes. Para Dolley, Folkerts-Landau e Garber (2003) e Dooley e Garber (2005), esse cenário não só é possível no curto prazo, como pode se estender ainda por um longo tempo. Os críticos à idéia de que os déficits externos dos EUA não são uma ameaça à economia internacional não consideram plausível a hipótese da sustentabilidade dos déficits norte-americanos em um horizonte de tempo muito largo. Quanto mais longo o acerto de contas entre o país deficitário e suas contrapartes superavitárias, mais dolorosos tenderiam a ser os custos desse ajuste (Roubini; Setser, 2005a).

Dolley, Folkerts-Landau e Garber (2003) e Dooley e Garber (2005) consideram ser mais provável a manutenção do atual *status quo*, onde caberia aos bancos centrais asiáticos o papel de financiar os desequilíbrios externos dos EUA. O interesse na manutenção da aquisição de ativos denominados em dólares, especialmente de títulos emitidos pelo Tesouro norte-americano, apesar de sua baixa remuneração e do crescimento na posição devedora (fiscal e externa) daquele país, estaria fundamentado em dois elementos de caráter aparentemente estrutural. O primeiro seria o desejo, inclusive no caso japonês, de seguir priorizando o crescimento baseado nas exportações. O segundo fator estaria associado aos impactos da crise financeira de 1997-98 sobre o padrão de financiamento dos asiáticos e suas estratégias macroeconômicas. Ter-se-ia criado uma sensível rejeição ao modelo de sobre-endividamento com base em poupança externa, cuja apreciação real das moedas domésticas e a inflação nos preços de ativos financeiros e não financeiros foram os subprodutos que mais teriam contribuído para a fragilização financeira anterior à crise. As novas prioridades seriam a sustentação do valor real das taxas de câmbio frente ao dólar, o que implica a adoção de regimes cambiais duros, como nos casos da China, da Malásia e de Hong Kong, ou, no caso dos países que adotam regimes de câmbio flutuante (Japão, Coreia, Índia, Taiwan, Tailândia e Indonésia), a forte intervenção das autoridades monetárias, que passaram a reciclar os resultados dos

<sup>12</sup> Ver, dentre outros, Prasad *et al.* (2003) e Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2002; 2004).

superávits em conta corrente e dos ingressos líquidos de capitais privados, transformando-os em reservas oficiais. O incremento destas, por sua vez, traduziria uma busca aparentemente intencional de reduzir o grau de exposição das diversas economias aos ciclos financeiros externamente determinados.

Para se compreender a perspectiva asiática, é preciso lembrar que, depois de flertar com a liberalização financeira, o que implicou crescente fragilidade externa, muitas economias asiáticas passaram a ter como estratégia (implícita ou explícita) a criação de "colchões" de liquidez (em dólares) suficientemente elásticos para afastar o que se passou a perceber na região como um risco inerente ao processo de globalização, qual seja, crises financeiras geradas pela conversibilidade da conta capital. A idéia de que a busca de tal proteção é "racional" é admitida até por analistas contrários a essa estratégia (Eichengreen, 2004; Institute of International Finance, 2004). Alguns indicadores de vulnerabilidade externa apresentaram uma melhora substantiva na Ásia. A relação reservas internacionais com respeito ao volume de importações dobrou, ao passo que quadruplicou a relação reservas e dívida de curto prazo — *proxy* destacada na literatura para identificar problemas de liquidez em um contexto de livre mobilidade de capitais.<sup>13</sup>

É interessante notar que, desde o começo de 2002, a moeda norte-americana chegou a perder entre 40% e 50% de seu valor, em termos nominais (entre 10% e 25% em termos reais e considerando-se as ponderações dos fluxos de comércio), com respeito ao euro e às moedas de outros parceiros comerciais importantes dos EUA, como Canadá e Austrália, ao passo que as moedas asiáticas subiram muito menos — desde a posição fixa das moedas chinesa (até junho de 2005) e malaia, passando pela depreciação do peso filipino, até apreciações moderadas entre 5% e 20% nos demais casos. O esforço oficial para evitar flutuações significativas nas taxas de câmbio tem-se traduzido no aumento das reservas externas, que, por sua vez, tendem

a resultar em medidas de esterilização do excesso de crédito doméstico (Bergsten, 2004; World Bank, 2005; BIS, 2004; 2005; Aizenman; Lee; Rhee, 2004; Eichengreen, 2004). No caso asiático, entre 2001 e 2004, a variação de reservas como proporção da renda atingiu o nível médio mais elevado das últimas quatro décadas, algo em torno de 5%, contra uma média pouco superior a 1% no período 1970-00.<sup>14</sup> Tal nível também não encontra precedentes quando se compara o desempenho corrente ou histórico de outras regiões.

As intervenções cambiais procurariam preservar a competitividade das moedas nacionais diante do dólar e, assim, o *drive* exportador que está no núcleo de suas estratégias de desenvolvimento. Ademais, ao atrelarem, de direito ou de fato, suas moedas ao dólar, os países asiáticos estariam criando uma área "periférica" estruturalmente ligada ao centro norte-americano tanto pelos canais comerciais quanto pelos financeiros. A analogia ao padrão dólar-ouro derivado do Acordo de Bretton Woods tenderia a se ampliar com a incorporação de novos países ao novo arranjo de "câmbio fixo". Isso se daria por efeito das pressões competitivas entre os países que adotam câmbio flutuante e apresentam forte apreciação de suas moedas frente ao dólar, ao renminbi — e, assim, frente à máquina exportadora chinesa — e às demais moedas asiáticas. Com mais países adotando a "estratégia asiática", cresceria o espaço de financiamento dos déficits em conta corrente dos EUA. No pós-guerra, os interesses geopolíticos teriam determinado um certo padrão de solidariedade entre os EUA e a Europa Ocidental e o Japão, permitindo a estes últimos lançar mão do *drive* exportador por meio do acesso ao mercado norte-americano como fonte de crescimento. Agora tal *catching-up* estaria baseado no duplo interesse da economia central (e devedora) em preservar seu "crescimento liderado pelo consumo" (e financiamento externo) e das economias periféricas a ela atreladas em manter seus respectivos modelos de "crescimento liderado pelas exportações".

<sup>13</sup> Para se colocar em perspectiva, em 1995, a relação reservas/dívida de curto prazo era de 1,7 na Ásia e de 1,4 na América Latina (AL). Em 2003, passou, respectivamente, para 8,8 e 1,6. A relação reservas/importações passou de 38% para 68% na Ásia e de 51% para 48% na AL, tendo 2002 como ano de ponta (estimativas do autor com base no **Anexo Estatístico** do International Monetary Fund (2004)). O bom desempenho das contas externas da maior parte dos países latinos em 2004 melhorou tais indicadores (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2005; World Econ. Outlook, 2005). Ainda assim, o desempenho asiático seguiu sendo superior.

<sup>14</sup> Estimativas do autor com base nos dados de diversos World Economic Outlook Database, disponível em: <http://www.imf.org>

### 3 - A China e as economias asiáticas: da crise financeira à crescente integração

As economias asiáticas vêm demonstrando um renovado dinamismo nesses anos que se seguiram à crise financeira de 1997 e 1998. Após a abrupta interrupção de uma trajetória até então sustentada de crescimento com estabilidade econômica e avanços significativos em áreas sociais, a maioria dos países da região logrou experimentar uma vigorosa recuperação já a partir de 1999, com um interregno em 2001 e 2002, em função da retração da economia norte-americana e, por decorrência, de um desempenho desfavorável no mercado mundial de bens eletrônicos.

Em 1998, com a crise financeira, o PIB retraiu-se em 13,1% na Indonésia — que precisou de quase cinco anos para recuperar o nível de renda pré-crise —, 10,5% na Tailândia, 7,4% na Malásia, 6,9% na Coreia e 0,6% nas Filipinas. Desde então, voltou a se expandir em um ritmo superior à média mundial, entre 5% e 8% em média ao ano, dependendo do grupo de país considerado, especialmente se há a inclusão da China. Em particular, os anos de 2003 e 2004 marcaram não somente uma expansão forte do produto, como também a manutenção de resultados bastante expressivos nas contas externas. O superávit global do balanço de pagamentos regional chegou à casa dos US\$ 200 bilhões em 2003 e a US\$ 312 bilhões em 2004.<sup>15</sup> Neste ano, verificou-se um expressivo superávit da conta capital, à qual somou-se o resultado em conta corrente já superior a US\$ 100 bilhões/ano em média nos últimos três anos (World Bank, 2005; Asian..., 2005a; Institute of International Finance, 2005).

Tal desempenho externo merece uma atenção especial, pois ele marca uma diferença fundamental do período que antecedeu a crise financeira, refletindo, também, o esforço de redução da vulnerabilidade externa na região. Desde o início dos anos 90, os países asiáticos vêm tentando lidar com as pressões oriundas de um ambiente internacional marcado pela crescente abertura econômica, especialmente dos mercados financeiros, e pela recorrência de episódios de ampliação e contração

da liquidez financeira gerada nos países avançados. Em resposta a esse fato, alguns países, como Coreia, Indonésia, Tailândia, Malásia, ampliaram o grau de conversibilidade de suas contas capitais desde o final dos anos 80. Assim, até a crise, os países da região absorveram, em média, algo entre 3% e 4% dos respectivos produtos em poupança externa. A contrapartida disso foram os elevados déficits em transações correntes (Asian..., 2005a; World Bank, 2005).

Com níveis internos de poupança já elevados, a ampliação da liquidez doméstica alimentada pelo crédito externo gerou um *boom* de investimentos reais e financeiros que contribuiu para o acúmulo de fragilidades financeiras e reais. A inflação nos preços dos ativos financeiros, o excesso de investimento em setores produtivos, especialmente no complexo eletrônico (o que contribuiu para a queda nos preços dos produtos eletrônicos no período que antecedeu a crise), a ampliação do endividamento do setor privado (de curto prazo e denominado em dólares) e a redução da rentabilidade em diversos setores produtivos compuseram o quadro que deu margem a uma crescente vulnerabilidade, explicitada quando da crise cambial iniciada na Tailândia e que logo contaminou os demais países da região, com destaque para o caso coreano, cuja estrutura econômica era (e é) muito mais profunda e desenvolvida que a de vários de seus vizinhos do Leste e, principalmente, do Sudeste Asiático (Asian..., 2005a; Ann. Rep., 2004; 2005).

Entre 1997 e 2001, a região digeriu a crise ampliando exportações, o que permitiu, salvo na retração do mercado eletrônico, em 2001, resultados excepcionais em transações correntes. Já na conta capital, verificou-se uma saída líquida de recursos. Verificou-se uma queda no ritmo de expansão dos investimentos, mesmo no caso chinês. O crescimento dependeu fortemente de políticas fiscais e monetárias mais acomodatórias e do *drive* exportador. É importante destacar-se que os superávits em transações correntes mais do que compensaram os déficits nos fluxos de capitais, permitindo uma persistente recomposição dos níveis de reservas externas. A partir de 2002, o resultado global do balanço de pagamentos — que passou de 3,1% em 2001 para 9,3% do PIB em 2004 — e o nível de recomposição das reservas — que é a contrapartida contábil daquele resultado — passaram a ocorrer de uma forma que não encontra precedentes na história recente da economia internacional (World Bank, 2005).

A China tem sido o motor do cada vez mais intenso processo de integração comercial e financeira da região asiática. Em termos mais amplos, o crescimento chinês respondeu por um quarto da expansão do comércio

<sup>15</sup> Estimativas do Banco Mundial (World Bank, 2005, p. 27), que excluem o resultado de Hong Kong.

mundial em 2002 e 2003 e por cerca de 15% em 2004, um ano marcado por uma sensível recuperação da demanda mundial. O efeito-China tem-se manifestado no aumento da demanda internacional de *commodities*,<sup>16</sup> o que contribuiu para uma forte expansão nos preços dos produtos agrícolas e minerais nos últimos três anos.<sup>17</sup> Aqui, quando se toma em perspectiva o comércio intra-regional, deve-se ressaltar a complementaridade entre a estrutura produtiva e comercial da China e a dos demais países da região. Assim, por exemplo, no setor agropecuário, a China é exportadora de produtos temperados para os países da ASEAN<sup>18</sup>, enquanto importa produtos tropicais. Esse fato vem garantindo a viabilização do acordo de cooperação, que tem por objetivo criar uma área de livre comércio China-ASEAN, a ser implementada entre 2010 e 2015. Nesse processo, foram reduzidos os impostos de importação dos produtos primários de origem agropecuária para níveis entre 0% e 5%. O comércio nesse setor vem crescendo a um ritmo de 15% ao ano entre tais países (World Bank, 2005).

Por outro lado, países com estruturas produtivas mais complexas que a China, como Japão, Taiwan e Coreia, vêm se tornando fontes importantes de suprimento de máquinas e equipamentos, que dão sustentação a um ritmo intenso de ampliação dos investimentos no setor produtivo industrial. Capital e tecnologia fluem na forma financeira — via investimento direto externo — ou na importação de equipamentos modernos. Somente quatro economias da região, Hong Kong, Japão, Coreia e Taiwan, vêm respondendo por cerca de 60% do investimento direto externo (IDE) absorvido pela China.<sup>19</sup> A demanda chinesa por matérias-primas e

equipamentos fica patente no fato de suas importações passarem de uma média mensal de US\$ 20 bilhões no começo de 2002 para mais de US\$ 50 bilhões/mês no final de 2004, início de 2005. Para se colocar em perspectiva, a China importa, em um mês e meio, o que o Brasil importa em um ano. Segundo as estimativas do Banco Mundial, entre 2002 e 2004, as importações chinesas foram responsáveis por metade do crescimento das exportações dos demais países da região (World Bank, 2005, p. 17). Por outro lado, a presença cada vez mais forte das exportações chinesas em terceiros mercados tem-se revelado um importante desafio tanto para os países que apresentam vantagens comparativas semelhantes às chinesas, pela abundância relativa de mão-de-obra barata, quanto para países como a Coreia, que dependem sensivelmente do *drive* exportador em manufaturados mais sofisticados.<sup>20</sup>

Assim, a consolidação da China como motor de transmissão regional dos impulsos de crescimento vindos do ocidente está configurando um novo quadro de integração das economias asiáticas, o que, por um lado, amplia os riscos de "efeito contágio" no caso de uma reversão da conjuntura externa e, por outro, cria espaço para (em um futuro que ainda não pode ser visualizado) a emergência de um novo bloco geopolítico mais orgânico. Há, desde a crise financeira, um esforço crescente de institucionalização da cooperação econômica, tanto no comércio quanto nas finanças. Medidas recentes, como os acordos de *swap* da Iniciativa de Chiang Mai, os "Asian Bond Market Initiatives" — uma série de medidas voltadas ao aprimoramento dos mercados de capitais da região, com o intuito de viabilizar a fixação das poupanças na região —, e a idéia de criação de um Fundo Monetário Asiático (inicialmente esboçada pelos japoneses em 1997 e retomada pelo Banco Asiático de Desenvolvimento em 2005), além de diversos acordos de livre-comércio, vêm dando vida ao que se pode perceber com a busca politicamente consciente de se ampliarem margens de manobra para a realização de estratégias desenvolvimentistas em um novo ambiente de globalização econômica com predomínio das finanças privadas.

<sup>16</sup> Para tomar um dos exemplos mais expressivos, basta lembrar que a China foi responsável por um quinto da demanda mundial por produtos minerais em 2004 e que o crescimento anual de sua demanda esteve na casa dos 16% entre 1997 e 2004, o que representou 60% da demanda mundial (World Bank, 2005, p. 22).

<sup>17</sup> Entre 2001 e 2003, o preço da soja e derivados cresceu mais de 50%; em 2004, verificou-se uma tendência de queda. Já as *commodities* metálicas, cujos preços se ampliaram em cerca de 10% naquele período, atingiram um crescimento de 20% em 2004. No começo de 2005, os segmentos energia e minerais metálicos seguiram em alta (International Monetary Fund, 2005; Ann. Rep., 2005).

<sup>18</sup> Association of South-East Asian Nations (Associação das Nações do Sudeste Asiático): Indonésia, Malásia, Tailândia, Filipinas, Cingapura, Laos, Brunei, Camboja, Vietnã e Mianmar.

<sup>19</sup> Dados de Prasad e Wei (2005, p. 41). Em 2003, por exemplo, 33% do IDE originou-se em Hong Kong; 9,4%, no Japão; 8,4%, na Coreia; e 6,3%, em Taiwan. É importante observar que, por

ser uma praça financeira internacional, uma parcela não desprezível do IDE de Hong Kong representa, em última instância, capitais da própria China e de terceiros países que fazem arbitragem regulatória com vistas à obtenção de vantagens tributárias.

<sup>20</sup> Rajan (2005) analisa os aspectos de complementaridade e concorrência entre a China e os demais países da região.

## 4 - A mudança no regime cambial da China e suas possíveis implicações

No dia 21 de julho de 2005, o Banco do Povo da China (BPoC) anunciou que o País passaria a adotar um regime de flutuação administrada para o yuan, tendo por base uma cesta de moedas. Abandonava-se, assim, a política de mais de uma década de fixação do valor da moeda chinesa em termos do dólar, com a cotação RMB 8,27 desde 1997. A partir de julho, o yuan renminbi passou a poder flutuar<sup>21</sup> dentro de uma banda estreita (inicialmente, em 0,3%). Isso pode implicar movimentos mais largos com respeito às moedas que individualmente compõem a cesta, como o dólar. Até agora (agosto de 2005), não foi explicitada a ponderação exata de cada moeda naquela cesta, mas analistas de mercado acreditam que o dólar responderá por cerca de 45%, com o iene participando com 20%, e o euro, com 15%. Além da participação de cada país no comércio exterior chinês,<sup>22</sup> também teriam sido levados em conta aspectos financeiros, tais como o perfil da dívida externa da China em termos de denominação monetária, bem como a origem dos fluxos de investimento externo, que tem sido a forma predominante de absorção de capitais (Len, 2005; Prasad; Wei, 2005). Conforme se viu no item anterior, tanto do ponto de vista do comércio quanto dos fluxos financeiros, o peso de um "bloco do dólar", composto pelos EUA e por economias que atrelam o valor de suas moedas ao dólar, *de jure* ou *de facto*, além da participação crescente dos países da região do Pacífico Asiático estão na base da cesta que, aos poucos, vai sendo revelada pelas autoridades chinesas.

Os objetivos oficiais da reforma no regime cambial parecem dar conta de responder às pressões advindas do Governo e do Congresso dos EUA, que, por sua vez, faziam eco a interesses privados, financeiros e não financeiros, em torno de uma eventual valorização da moeda chinesa frente ao dólar. Assim, o anúncio do BPoC

fala em "(...) aprimorar o sistema de economia socialista de mercado na China, capacitando os mercados de desempenharem de forma plena a alocação dos recursos (...)" (Public..., 2005) e garantir "maior flexibilidade" na relação entre o dólar e o renminbi. Por outro lado, o BPoC manteve o compromisso de atuar no mercado em função de uma estratégia econômica mais ampla, o que fica explícito quando anuncia que "(...) irá fazer ajustes na banda cambial do RMB sempre que necessário de acordo com os movimentos de mercado e, também, com a situação econômica e financeira". Assim, o BPoC considera-se responsável por "(...) manter a taxa de câmbio do RMB basicamente estável em um nível adaptativo e de equilíbrio, de modo a promover o equilíbrio do balanço de pagamentos e assegurar a estabilidade macroeconômica e financeira".

Há, nessa nova estratégia chinesa, um reconhecimento de que os superávits em conta corrente e na conta capital podem agravar o quadro de desequilíbrios no comércio internacional, com um potencial político de provocar retaliações sobre o País. Os elevados níveis de reservas oficiais, acima dos US\$ 700 bilhões no final de junho de 2005, atestariam o movimento interno de absorção dos superávits no balanço de pagamentos e a sustentação no antigo regime de câmbio fixo com referência no dólar. O BPoC, através do seu porta-voz, explicitou ainda mais o contexto em que se deu a mudança de regime e seus objetivos.

"O ajuste apropriado no nível da taxa de câmbio do RMB ajuda na implementação de uma estratégia de desenvolvimento sustentável baseada na demanda doméstica e otimiza a alocação de recursos; contribui para aprimorar a independência da política monetária e amplia a efetividade dos controles e das regulamentações financeiras; ajuda a manter o equilíbrio entre importações e exportações e aprimora as condições de comércio; conduz à manutenção da estabilidade de preços e à redução dos custos empresariais; incentiva as empresas a alterarem seus mecanismos operacionais, aprimorando sua própria capacidade inovativa, acelerando as transformações nos padrões de crescimento do comércio exterior, ampliando a competitividade internacional e a habilidade de lidar com os riscos; auxilia a otimizar a utilização da estrutura de capital estrangeiro, aprimora a eficiência no uso daquele capital; conduz à utilização plena de recursos domésticos e estrangeiros, nos mercados

<sup>21</sup> Do final de julho de 2005 à primeira quinzena de agosto, o yuan flutuou entre RMB 8,1128 e RMB 8,0980 por dólar, centrando-se em 8,11 (ECONOMIC..., 2005).

<sup>22</sup> Na média do período 2001-03, Japão e EUA participaram com um pouco mais de 15% da corrente de comércio chinesa (que foi de US\$ 850 bilhões ou 60% do PIB em 2003), com os países da região do euro respondendo por cerca de 10%, e a Coréia do Sul, por 7%. Estimativas do autor com base no **Asian Development Bank Key Indicators** (2004).



interno e externo, ampliando o grau de abertura ao mundo." (PBOC..., 2005).

A opção de ligar o yuan a uma cesta de moedas, enfatizando o caráter "gradual" e "adaptativo" do novo sistema, parece revelar a preocupação do Governo chinês em equilibrar tensões que são contraditórias. No *front* externo, a pressão pela valorização do yuan frente ao dólar manifesta-se no plano comercial, especialmente nas ameaças de retaliações protecionistas dos EUA. Ademais, os influxos crescentes de capitais de curto prazo posicionados nos mercados futuros em torno de apostas em um yuan forte vêm adicionando um elemento especulativo ao processo corrente de ajuste cambial. Era crescente o descolamento entre a antiga cotação oficial do RMB e o seu valor nos mercados futuros. Por outro lado, no plano interno, havia de se compatibilizar um eventual fortalecimento da moeda doméstica com o equilíbrio do sistema financeiro. Nos últimos anos, os bancos chineses foram capitalizados com ativos financeiros denominados em dólares. Com isso, uma valorização do yuan nos níveis desejados em Washington e Wall Street — algo entre 10% e 20% — poderia causar um profundo desequilíbrio patrimonial nos bancos chineses, com efeitos potencialmente desestabilizadores sobre o sistema financeiro, em particular, e o conjunto da economia, em uma perspectiva mais geral. Os exemplos recentes da crise financeira japonesa e de outros países asiáticos, como Coréia, Indonésia e Tailândia, parecem assombrar os líderes da tecnocracia econômica chinesa.<sup>23</sup>

É importante lembrar que praticamente toda a intermediação financeira na China se dá através do sistema bancário. Em meados de 2005, os empréstimos bancários equivalem a 145% do PIB; e os depósitos, a 190% do PIB. Para se colocar em perspectiva, o mercado de títulos de dívida tem uma proporção muito menor, 20% do PIB, e é praticamente dominado por títulos públicos. Roubini e Setser (2005) apontam a elevada inadimplência no setor bancário, estimando a existência de empréstimos problemáticos, que podem oscilar entre 30% do PIB (US\$ 570 bilhões) e 50% do PIB (US\$ 770 bilhões). Nesse contexto, uma crise bancária teria efeitos profundamente desestabilizadores sobre a economia. Desde 2003, o BPoC capitalizou em US\$ 60 bilhões três dos quatro principais bancos comerciais estatais — o Banco da Construção, o Banco da China e o Banco

Comercial e Industrial da China. É bem provável que aquele montante tenha sido insuficiente para garantir a solvência do núcleo duro do sistema bancário. Ademais, a capitalização deu-se com base em ativos denominados em dólares, transferidos das reservas internacionais, o que faz com que o fortalecimento do yuan gere perdas de capital. Quanto maiores os movimentos de valorização, maiores as perdas no potencial de capitalização do sistema bancário.

Há, também, uma clara preocupação em estabelecer um padrão de crescimento "sustentável", o que se traduziu no esforço, iniciado em 2003, de frear a expansão dos investimentos industriais, que vêm se situando em níveis superiores a 40% ao ano. Tal ritmo gera pressões sobre a infra-estrutura dos principais centros industriais, com impactos adicionais sobre: o meio ambiente, os preços de *commodities* industriais e a capacidade de gestão política do sucesso econômico, para citar algumas áreas enfatizadas pelos *policymakers* chineses (Roubini; Setser, 2005c). Uma certa flexibilidade cambial ampliaria a autonomia da política monetária, e a valorização controlada do yuan permitiria reduzir potenciais pressões inflacionárias e ampliar, gradualmente, a participação do consumo doméstico como fonte de crescimento da demanda.

Além disso, ao se retomar o tema dos desequilíbrios de pagamentos na economia internacional, explorado no item 2 do presente trabalho, é possível especular sobre alguns possíveis desdobramentos da mudança no regime cambial chinês. No curto prazo, a ênfase no ajuste "gradual" e "adaptativo" do câmbio chinês parece afastar do horizonte uma valorização mais significativa do yuan frente ao dólar. Se isso é verdade, não parece razoável imaginar-se uma reversão dos déficits comerciais norte-americanos por essa via. No cálculo estratégico da China, teme-se uma valorização excessiva ou "descontrolada" do yuan, que poderia provocar significativos desequilíbrios patrimoniais no seu sistema financeiro.

Já em um horizonte de médio e longo prazos, há desdobramentos adicionais que devem ser considerados com maior atenção. Com uma ligação menos rígida entre o yuan e o dólar, o BPoC poderá ter menos incentivos para manter o ritmo atual de aquisição de ativos emitidos nos EUA para a composição de suas reservas. Em tese, quanto mais flexível for um regime cambial, mais os ajustes nos fluxos de divisas se dão por mudanças na taxa de câmbio em detrimento de alterações nos níveis de reservas. Tal cenário pode gerar um afrouxamento — mesmo que parcial — na atual simbiose entre as economias norte-americana e chinesa e que está na base da tese otimista de Dooley, Folkerts-Landau e Garber

<sup>23</sup> Uma análise detalhada dos riscos envolvidos na (então possível) valorização do yuan sobre o sistema financeiro chinês pode ser encontrada em Roubini e Setser (2005c).

(2003), onde os déficits externos dos EUA poderiam ser facilmente financiados pelos bancos centrais da Ásia. Não que desapareça o interesse desenvolvimentista da China e das demais economias asiáticas em garantir o crescimento baseado no consumo (e no endividamento) dos EUA. Mas, sim, porque uma eventual redução no ritmo de aquisição asiática de ativos denominados em dólares, especialmente de dívida pública, poderá contaminar os mercados de dívida, o que poderia levar a: (a) uma elevação mais intensa dos juros longos; e/ou (b) um ajuste fiscal mais forte, capaz de sinalizar para a solvência dos papéis governamentais dos EUA.

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

## 5 - Considerações finais

A recente mudança no regime cambial chinês parece ser um movimento tático da China em seu esforço estratégico de manter uma bem-sucedida trajetória de modernização e crescimento econômico. Expandindo-se em um ritmo anual de 9% no último quarto de século, o País defrontou-se, no período recente, com a necessidade de administrar tensões externas e internas aparentemente contraditórias. As pressões em torno da valorização do yuan vinham tanto dos interesses comerciais de quem via na sua política cambial uma fonte adicional de vantagens competitivas, quanto dos interesses financeiros dos que estão apostando, nos mercados futuros, em um yuan forte. Ademais, parte significativa do *establishment* oficial e privado norte-americano passou a canalizar para o "problema chinês" os desconfortos causados pela dimensão externa dos déficits gêmeos, o que eximia a atual administração republicana (no Tesouro) e greenspaniana (no FED) de qualquer culpa pela "bolha" consumista e pela especulação em diversos segmentos dos mercados de

ativos, especialmente em imóveis. No plano interno, uma valorização traria benefícios potenciais na gestão macroeconômica chinesa, ao ampliar a autonomia da política monetária e criar espaço para o desenvolvimento dos mercados financeiros, mais especificamente, dos instrumentos de *hedge* cambial. Pesando no sentido contrário, estaria o temor de se gerarem desequilíbrios patrimoniais nos bancos, além de uma maior abertura para a tomada de posições especulativas na esfera financeira.

A China optou por um modelo "gradual" e "adaptativo" de ajuste no yuan. Ainda que a nova política já tenha sido tornada pública, sua gestão cotidiana e detalhes operacionais ainda estão por serem descobertos e "testados", tanto pelos operadores de mercado quanto pelos analistas preocupados com os impactos das políticas chinesas sobre a economia internacional. No bojo do novo arranjo cambial, a valorização de 2% do yuan frente ao dólar surge como um sinal de "boa vontade" diante das pressões externas. Explorou-se, neste artigo, o fato de que os desequilíbrios correntes nos pagamentos internacionais vêm sendo amortecidos pela política de aquisição de ativos denominados em dólares, realizada pelos bancos centrais asiáticos, com destaque para o Banco do Povo da China. A mudança no regime cambial chinês introduz, no horizonte de médio e longo prazos, a possibilidade de tal arranjo perder vitalidade. Se tal hipótese se verificar, tende a crescer a possibilidade de os EUA terem de ajustar seus desequilíbrios externo e fiscal mediante a elevação do nível de poupança interna — pública e privada —, o que colocaria em xeque o padrão corrente de crescimento liderado pelo consumo e pelo endividamento. Ainda é prematuro afirmar que tal desdobramento é inexorável. Todavia a China está movendo, de forma mais explícita, suas peças no xadrez geopolítico e geoeconômico internacional. Não se pode deixar de ficar atento a tais movimentos, cujas repercussões tendem a transbordar cada vez mais para fora da própria China e de seu entorno, atingindo os mais distintos mercados — de mercadorias e financeiros — dos países centrais e periféricos.

## Referências

AIZENMAN, J.; LEE, Y.; RHEE, Y. **International reserves management an capital mobility in a volatile world: policy considerations an case study of Korea**. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.534).

ANNUAL REPORT, 74st. Basle: Bank Of International Settlement, 2004.

ANNUAL REPORT, 75st. Basle: Bank Of International Settlement, 2005.

ASIAN DEVELOPMENT BANK KEY INDICATORS. Disponível em: <http://www.adb.org/Documents/Books/> Acesso em: jul. 2005a.

ASIAN DEVELOPMENT OUTLOOK 2005: promoting competition for long term development. Manila: Asian Development Bank, 2005b.

BERGSTEN, F. **The IMF and exchange rates.** Washington, DC: Institute for International Economics, 2004. Disponível em: <http://www.iie.com> Acesso em: 31 maio 2004. (Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate). May 19.

BERGSTEN, F.; WILLIAMSON, J. Overview: designinf a dollar policy. In: — (Ed.). **Dollar adjustment: how far? Against what?** Washington, DC: Institute for International Economics, 2004.

BERNANKE, B. **The global saving glut and the U. S. current account deficit.** Washington, DC: Federal Reserve Board, 2005. Acesso em: abril 2005.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE. América Latina y el Caribe superan pronósticos más optimistas al crecer un 5,5% en 2004. **Notas de la CEPAL**, Santiago: CEPAL, 2005. Número Especial.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE. **Desarrollo productivo en economías abiertas.** Santiago: CEPAL, 2004.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE. **Growth with stability: financing for development in the new international context.** Santiago: CEPAL, 2002.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **An essay on the revived Bretton Woods System.** Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER Working Paper, n. 9971).

DOOLEY, M. P.; GARBER, P. **Is It 1958 or 1968?** Three notes on the longevity of the revived Bretton Woods System. Disponível em: <http://www.brookings.edu/es/commentary/journals/> Acesso em: abr. 2005. (Brookings Panel on Economic Activity, Mar 31-Apr 1, 2005.).

ECONOMIC review: China deepening reform of RMB exchange rate, people`s daily. Disponível em: <http://www.peopledaily.com.cn> Acesso em: 16 ago. 2005. (Acesso a partir de: <http://www.arica.adb>, em ago. 2005).

EICHENGREEN, B. **Global imbalances and the lessons of Bretton Woods.** Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Papers, n. 10.497.).

FEAR of floating. **The Economist.** New York: The economist Newspaper, 10 July 2003.

FRANKEL, J. **On the Renminbi: the choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate.** Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2005. (NBER Working Paper, n. 11274.).

GOLDSTEIN, M. **China's exchange rate regime.** Washington, DC: Institute for International Economics, 2003. Disponível em: <http://www.iie.com> Acesso em: 31 maio 2004. (Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade, and Technology. Committee on Financial Services, US House of Representatives, Oct, 1.).

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. **Capital flows to emerging market economies.** Washington DC: IIF, Jan 2004.

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. **Regional overview: Asia.** Washington, DC: IIF, 2005.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Global financial stability report.** Washington, DC. IMF, Mar 2003.

LEN, S. L. **China has a wider basket than I had thought.** Global economic form. 12th Aug, 2005. Disponível em: <http://www.morganstanley.com/GEFdata/> Acesso em: ago. 2005.

LET the dollar drop. **The Economist.** New York: The economist Newspaper, 05 Feb 2004.

ORIENTAL mercantilists. **The Economist.** New York: The economist Newspaper, 18 Sept 2003.

PAPADIMITRIOU, D. B. et al. **How fragile is the U.S. economy?** Strategic analysis. New York: The Levy Economic Institute of Bard College, Mar 2005. Disponível em: <http://www.levy.org>

PBOC on r eforming the RMB exchange rate regime — July 22, 2005. Disponível em: <http://english.peopledaily.com.cn/200507/22/> Acesso em: ago. 2005.

PRASAD, E. et al. **Effects of financial globalization on developing countries:** some empirical evidence, 2003. Disponível em: <http://www.imf.org>

PRASAD, E.; WEI, S. **The chinese approach to capital inflows:** patterns and possible explanations. Washington, DC: International Monetary Fund, 2005. (IMF Working Paper, 05/79).

PUBLIC announcement of the people's bank of China on reforming the RMB exchange rate regime. Disponível em: <http://www.pbc.gov.cn/english/> July 21, 2005. Acesso em: ago. 2005.

RAJAN, R. Foreign direct investment and the internalization of production in Asia-Pacific Region: issues and policy conundrums. **Asia-Pacific Trade and Investment Review**, Bangkok, Thailand: United Nation Economic and Social Commission for Asia and the Pacific, v. 1, n. 1, Apr 2005.

REAL interest rate conundrum, The. Disponível em: <http://www.morganstanley.com> Acesso em: 18 jan. 2005. (Morgan Stanley Global Economic Forum).

ROUBINI, N.; SETSER, B. **The China trip.** 2005c. Disponível em: <http://www.rgemonitor.com> Acesso em: jun. 2005.

ROUBINI, N.; SETSER, B. **The sustainability of the U. S.** External imbalances. Disponível em: <http://www.rgemonitor.com> Acesso em: jun. 2005. (CES Ifo Fórum) May, 2005b.

ROUBINI, N.; SETSER, B. **Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon?** The risk of a hard landing in 2005-2006. New York University, Fev 2005a. Disponível em: <http://www.rgemonitor.com> Acesso em: fev. 2005.

SUMMERS, L. H. **The United States and the global adjustment process.** Speech at the third annual. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004. (Stavros S. Niarchos Lecture.)

WHAT global saving glut? July 2005. Disponível em: <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/> Acesso em: jul. 2005.

WORLD BANK. **AEP regional overview.** Washington, DC: World Bank, Apr 2005.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington, DC: International Monetary Fund, Apr 2005. Disponível em: <http://www.imf.org> Acesso em: jul. 2005.