



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
DEPARTAMENTO DE DIREITO

Vinícius Farias Peres

**DE BRETTON WOODS A XANGAI:**  
uma análise jurídica do uso do Dólar como moeda de reserva e a viabilidade da sua  
substituição pelo Renminbi.

Florianópolis  
2024

Vinícius Farias Peres

**DE BRETTON WOODS A XANGAI:**

uma análise jurídica do uso do Dólar como moeda de reserva e a viabilidade da sua substituição pelo Renminbi.

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Direito do Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof.(a) Prof. Dr. Francisco Quintanilha Veras Neto

Coorientador: Rafael Almeida Santos da Luz

Florianópolis

2024

Ficha catalográfica gerada por meio de sistema automatizado gerenciado pela BU/UFSC.  
Dados inseridos pelo próprio autor.

Peres, Vinícius Farias

DE BRETTON WOODS A XANGAI : uma análise jurídica do uso do Dólar como moeda de reserva e a viabilidade da sua substituição pelo Renminbi. / Vinícius Farias Peres ; orientador, Francisco Quintanilha Veras Neto, coorientador, Rafael Almeida Santos da Luz, 2024.  
89 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -  
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências Jurídicas, Graduação em Direito, Florianópolis, 2024.

Inclui referências.

1. Direito. 2. Moeda de reserva. 3. Renminbi. 4. Internacionalização. 5. Dólar Americano. I. Neto, Francisco Quintanilha Veras. II. da Luz, Rafael Almeida Santos . III. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Direito. IV. Título.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado “DE BRETTON WOODS A XANGAI: Uma análise jurídica do uso do dólar como moeda de reserva e a viabilidade da sua substituição pelo Renminbi”, elaborado pelo(a) acadêmico “Vinícius Farias Peres”, defendido em 25/06/2024 e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota **nota 10 (dez)**, cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 25 de Junho de 2024.



Documento assinado digitalmente  
**Francisco Quintilha Veras Neto**  
Data: 28/06/2024 10:44:31-0300  
CPF: \*\*\*.328.139-\*\*  
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

---

**Francisco Quintilha Veras Neto**  
Professor Orientador



Documento assinado digitalmente  
**VANESSA FORTUNATO FREITAS VARELA**  
Data: 08/07/2024 18:40:08-0300  
CPF: \*\*\*.574.929-\*\*  
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

---

**Vanessa Fortunato Freitas Varela**  
Membro de Banca



Documento assinado digitalmente  
**Roberto Meurer**  
Data: 28/06/2024 11:10:00-0300  
CPF: \*\*\*.262.889-\*\*  
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

---

**Roberto Maurer**  
Membro de Banca

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
COORDENADORIA DE MONOGRAFIA

ATA DE SESSÃO DE DEFESA DE TCC  
(Autorizada pela Portaria 002/2020/PROGRAD)

Aos 25 dias do mês de Junho do ano de 2024, às 20 horas, foi realizada a defesa pública do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC) elaborado pelo acadêmico Vinícius Farias Peres, matrícula 18200058, composta pelos membros Francisco Quintilha Veras Neto, Vanessa Fortunato Freitas Varela e Roberto Maurer, abaixo assinados, obteve a aprovação com **nota 10 (dez)**, cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Aprovação Integral

Aprovação Condicionada aos seguintes reparos, sob fiscalização do Prof. Orientador

Florianópolis, 25 de junho de 2024.



Documento assinado digitalmente  
**Francisco Quintilha Veras Neto**  
Data: 27/06/2024 16:28:22-0300  
CPF: \*\*\*.328.139-\*\*  
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

---

**Francisco Quintilha Veras Neto**  
Professor Orientador



Documento assinado digitalmente  
**VANESSA FORTUNATO FREITAS VARELA**  
Data: 08/07/2024 18:37:37-0300  
CPF: \*\*\*.574.929-\*\*  
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

---

**Vanessa Fortunato Freitas Varela**  
Membro de Banca



Documento assinado digitalmente  
**Roberto Maurer**  
Data: 28/06/2024 11:09:19-0300  
CPF: \*\*\*.262.889-\*\*  
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

---

**Roberto Maurer**  
Membro de Banca



**Universidade Federal de Santa Catarina**  
**Centro de Ciências Jurídicas**  
**COORDENADORIA DO CURSO DE DIREITO**

**TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E**  
**ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA**

Aluno: Vinícius Farias Peres

RG:

CPF: 110.314.499-57

Matrícula: 18200058

Título do TCC: DE BRETTON WOODS A XANGAI: Uma análise jurídica do uso do dólar como moeda de reserva e a viabilidade da sua substituição pelo Renminbi

Orientador(a): Francisco Quintilha Veras Neto

Eu, Vinícius Farias Peres, acima qualificado(a); venho, pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria, acima referido

Florianópolis, 25 de junho de 2024.



Documento assinado digitalmente

Vinicius Farias Peres

Data: 27/06/2024 21:26:54-0300

CPF: \*\*\*.314.499-57

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

---

**Vinicius Farias Peres**



## AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a minha família: meus pais - Aline Guilhermina Farias e Vilmar Nilo da Rosa-, por serem a pedra fundamental para tudo que faço na minha vida. Agradeço pelos ensinamentos, suporte e dedicação que me deram ao longo da vida, permitindo que, por mais longe que meus sonhos me levem, sempre terei uma base sólida e um porto seguro em casa.

No âmbito da minha formação acadêmica e pessoal, agradeço à República Federativa do Brasil por me proporcionar a oportunidade de estudar na Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), uma instituição pública, gratuita e de excelência. Essa chance me deu a base necessária para desenvolver um pensamento holístico e crítico, essencial para a formulação deste trabalho.

Dentro do meio acadêmico, sou grato ao Centro de Ciências Jurídicas, na pessoa das suas diretoras, Carolina Bahia e Melissa Mello, e aos seus professores exemplares, representados pelo Coordenador de Curso e Orientador deste trabalho, Francisco Quintanilha Neto. Agradeço, também, aos mestrandos, na pessoa do Rafael Almeida, Coorientador deste trabalho, cuja atenção ímpar foi fundamental para cada passo desta jornada. Aos técnicos que viabilizam o dia a dia da Universidade, representados pelo Chefe de Expediente da Coordenação, Nelson Oliveira, meus sinceros obrigado.

Agradeço, também, a todos os amigos que estiveram comigo nessa jornada antes de eu ingressar na UFSC, especialmente aqueles que conheci no Curso Gaia: Georgia Akui, Norberto Koch, Amanda Darella e Sonia Regina.

Notavelmente, agradeço aos meus queridos amigos, os "Largados", que compartilharam os anos de graduação comigo: Joana Gutierrez, Leonardo Trentin, João Gabriel, Christian Sant'Ana, Camila Mathias, Eduarda Militz, Geovana Mangea, Leticia Brognoli, Luna Dantas, Matheus Faraco, Tayane Teixeira, Thaianne Koehler e Victor Melo. Na UFSC, estendo meus agradecimentos aos calouros que hoje me acolhem em sua turma, representados por Eduardo Mattos.

Na minha formação, como indivíduo e por estarem ao meu lado nas diversas aventuras, agradeço aos amigos que fiz em Aspen/EUA: Alessandra Miranda, Gabriel Motta, Greyson Willard, Isabella Pires e Pedro Buonamici.

Agradeço, em especial, a maior surpresa que Aspen me deu: Nicole Bravo. Agradeço por acompanhar-me nas largas noites de estudos escrevendo esse trabalho e, ainda mais, tornar



esse processo mais leve. Sua presença torna minha vida mais bonita e emocionante, trazendo, ao mesmo tempo, uma calma inigualável. Espero que seja assim para sempre, *te quiero!*

Concluo expressando minha gratidão a todos que, mencionados ou não, fazem parte da minha jornada acadêmica e pessoal. Sinto-me extremamente grato por, ao longo dos últimos anos, ter contado com inúmeras pessoas que me aconselharam, ajudaram, estiveram ao meu lado e me fizeram acreditar que sou capaz de alcançar todos os meus sonhos.

Eu toda noite me pergunto: por que que todos os países estão obrigados a fazer seu comércio lastreado no Dólar? Por que nós não podemos fazer nosso comércio lastreado na nossa moeda? Quem é que decidiu que era o Dólar a moeda (de reserva), depois que desapareceu o ouro como paridade?

LULA, Luiz Inácio.

Discurso na posse de Dilma Rousseff como Presidente do Novo Banco de Desenvolvimento (NDB), Xangai, 13 de abril de 2023.

## RESUMO

Este trabalho analisa a viabilidade econômica e jurídica de o Dólar Americano ser substituído pelo Renminbi (RMB) como moeda de reserva hegemônica global. O estudo utiliza uma abordagem descritivo-analítica fundamentada em revisão bibliográfica. Inicialmente, são apresentados conceitos teóricos e técnicos das moedas de reserva, com base em obras como “Money Trap” de Robert Pringle e “Globalizing Capital” de Barry Eichengreen, além do “Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional” (BPM6) do FMI. A análise histórica aborda desde o padrão-ouro até o papel preeminente do Dólar, passando pelos processos econômicos, históricos e normativos que permitiram sua hegemonia. O processo de hegemonia do Dólar é examinado em três etapas: a evolução do Dólar, desde sua criação até seu status de moeda internacional; os fatores econômicos que sustentam essa posição, incluindo o conceito de “Privilégio Exorbitante”; e o impacto das normas jurídicas, com foco nas políticas monetárias dos EUA. A pesquisa também explora os desafios enfrentados pelo RMB, especialmente em termos de convertibilidade e controle de fluxos de capitais, baseando-se na obra “Gaining Currency” de Eswar S. Prasad. A metodologia inclui uma análise detalhada de eventos históricos, legislações e políticas emitidas por entidades nacionais e internacionais. Estudos de caso são utilizados para examinar as normativas que afetam a internacionalização do RMB. Ao final, desenvolve-se um modelo teórico comparativo, delineando os pré-requisitos jurídicos e econômicos para que uma moeda possa alcançar a internacionalização e se tornar hegemônica. Os resultados indicam que, embora o RMB tenha potencial para se tornar uma moeda de reserva, existem barreiras significativas. A política monetária chinesa precisa de reformas substanciais para garantir estabilidade e confiança nos mercados internacionais. A pesquisa conclui que a hegemonia do Dólar é sustentada por sua liquidez, segurança e alto fluxo de capitais, aspectos que o RMB ainda precisa desenvolver plenamente. Este estudo contribui para o debate acadêmico e prático sobre a emergência de novas moedas de reserva e fornece um recurso analítico essencial para acadêmicos, legisladores e profissionais financeiros, ajudando-os a entender e se preparar para as mudanças no sistema financeiro global.

**Palavras-chave:** Moeda de reserva; Dólar Americano; Renminbi; Internacionalização; Hegemonia.

## ABSTRACT

This study analyzes the economic and legal feasibility of replacing the US Dollar with the Renminbi (RMB) as the dominant global reserve currency. The research employs a descriptive-analytical approach based on a comprehensive bibliographic review. Initially, theoretical and technical concepts of reserve currencies are presented, drawing from works like Robert Pringle's "Money Trap" and Barry Eichengreen's "Globalizing Capital," along with the IMF's "Balance of Payments and International Investment Position Manual" (BPM6). The historical analysis covers from the gold standard to the preeminent role of the dollar, examining the economic, historical, and normative processes that enabled its hegemony. The dollar's hegemony process is examined in three stages: the dollar's evolution from its creation to its status as an international currency; the economic factors sustaining this position, including the "Exorbitant Privilege" concept; and the impact of legal norms, focusing on US monetary policies. The research also explores the challenges faced by the RMB, particularly in terms of convertibility and capital flow control, based on Eswar S. Prasad's "Gaining Currency." The methodology includes a detailed analysis of historical events, legislations, and policies issued by national and international entities. Case studies are used to examine the regulations affecting the RMB's internationalization. Finally, a comparative theoretical model is developed, outlining the legal and economic prerequisites for a currency to achieve internationalization and hegemony. Results indicate that while the RMB has the potential to become a reserve currency, significant barriers exist. China's monetary policy requires substantial reforms to ensure stability and confidence in international markets. The study concludes that the dollar's hegemony is supported by its liquidity, security, and high levels of capital flow, aspects that the RMB still needs to fully develop. This study contributes to the academic and practical debate on the emergence of new reserve currencies and provides an essential analytical resource for scholars, policymakers, and financial professionals, helping them understand and prepare for changes in the global financial system.

**Keywords:** Reserve currency; US Dollar; Renminbi, Internationalization; Hegemony.

## RESUMEN

Este estudio analiza la viabilidad económica y legal de reemplazar el Dólar estadounidense con el Renminbi (RMB) como la moneda de reserva global dominante. La investigación emplea un enfoque descriptivo-analítico basado en una revisión bibliográfica exhaustiva. Inicialmente, se presentan conceptos teóricos y técnicos de monedas de reserva, basándose en obras como "Money Trap" de Robert Pringle y "Globalizing Capital" de Barry Eichengreen, junto con el "Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional" (BPM6) del FMI. El análisis histórico abarca desde el patrón oro hasta el papel preeminente del Dólar, examinando los procesos económicos, históricos y normativos que permitieron su hegemonía. El proceso de hegemonía del Dólar se examina en tres etapas: la evolución del Dólar desde su creación hasta su estatus como moneda internacional; los factores económicos que sustentan esta posición, incluido el concepto de "Privilegio Exorbitante"; y el impacto de las normas legales, enfocándose en las políticas monetarias de los EE.UU. La investigación también explora los desafíos que enfrenta el RMB, particularmente en términos de convertibilidad y control de flujos de capital, basándose en "Gaining Currency" de Eswar S. Prasad. La metodología incluye un análisis detallado de eventos históricos, legislaciones y políticas emitidas por entidades nacionales e internacionales. Se utilizan estudios de caso para examinar las regulaciones que afectan la internacionalización del RMB. Finalmente, se desarrolla un modelo teórico comparativo, que describe los requisitos legales y económicos para que una moneda logre la internacionalización y la hegemonía. Los resultados indican que, si bien el RMB tiene el potencial para convertirse en una moneda de reserva, existen barreras significativas. La política monetaria de China requiere reformas sustanciales para garantizar la estabilidad y la confianza en los mercados internacionales. El estudio concluye que la hegemonía del Dólar está respaldada por su liquidez, seguridad y altos niveles de flujo de capital, aspectos que el RMB aún necesita desarrollar plenamente. Este estudio contribuye al debate académico y práctico sobre la emergencia de nuevas monedas de reserva y proporciona un recurso analítico esencial para académicos, responsables de políticas y profesionales financieros, ayudándoles a comprender y prepararse para los cambios en el sistema financiero global.

**Palabras clave:** Moneda de reserva; Dólar estadounidense; Renminbi; Internacionalización; Hegemonía.

## RÉSUMÉ

Cette étude analyse la faisabilité économique et juridique de remplacer le dollar américain par le Renminbi (RMB) comme principale monnaie de réserve mondiale. La recherche adopte une approche descriptive-analytique basée sur une revue bibliographique exhaustive. Tout d'abord, des concepts théoriques et techniques des monnaies de réserve sont présentés, s'appuyant sur des œuvres telles que "Money Trap" de Robert Pringle et "Globalizing Capital" de Barry Eichengreen, ainsi que sur le "Manuel de la Balance des Paiements et de la Position d'Investissement International" (BPM6) du FMI. L'analyse historique couvre depuis l'étalon-or jusqu'au rôle prééminent du dollar, en examinant les processus économiques, historiques et normatifs qui ont permis sa suprématie. Le processus d'hégémonie du dollar est examiné en trois étapes : l'évolution du dollar depuis sa création jusqu'à son statut de monnaie internationale ; les facteurs économiques soutenant cette position, y compris le concept de "Privilège Exorbitant" ; et l'impact des normes légales, en se concentrant sur les politiques monétaires des États-Unis. La recherche explore également les défis auxquels le RMB est confronté, notamment en termes de convertibilité et de contrôle des flux de capitaux, en se basant sur "Gaining Currency" d'Eswar S. Prasad. La méthodologie inclut une analyse détaillée des événements historiques, des législations et des politiques émises par des entités nationales et internationales. Des études de cas sont utilisées pour examiner les régulations affectant l'internationalisation du RMB. Enfin, un modèle théorique comparatif est développé, décrivant les prérequis juridiques et économiques pour qu'une monnaie atteigne l'internationalisation et l'hégémonie. Les résultats indiquent que, bien que le RMB ait le potentiel de devenir une monnaie de réserve, des obstacles significatifs subsistent. La politique monétaire de la Chine nécessite des réformes substantielles pour assurer la stabilité et la confiance sur les marchés internationaux. L'étude conclut que l'hégémonie du dollar est soutenue par sa liquidité, sa sécurité et ses hauts niveaux de flux de capitaux, des aspects que le RMB doit encore pleinement développer. Cette étude contribue au débat académique et pratique sur l'émergence de nouvelles monnaies de réserve et fournit une ressource analytique essentielle pour les chercheurs, les décideurs politiques et les professionnels de la finance, les aidant à comprendre et à se préparer aux changements du système financier mondial.

**Mots-clés** : Monnaie de réserve ; Dollar américain ; Renminbi ; Internationalisation ; Hégémonie .

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AIG – American International Group

BIS – Banco de Compensações Internacionais (Bank for International Settlements)

BPM6 – Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional, Sexta Edição (Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition)

BRICS – Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul

CDOs – Obrigações de Dívida Colateralizadas (Collateralized Debt Obligations)

CFETS – China Foreign Exchange Trade System

CFTC – Comissão de Negociação de Futuros de Commodities (Commodity Futures Trading Commission)

FED – Federal Reserve (Banco Central dos Estados Unidos)

FMI – Fundo Monetário Internacional (International Monetary Fund)

IBC – International Banking Corporation

IED – Investimento Estrangeiro Direto (Foreign Direct Investment)

MITI – Ministério do Comércio Internacional e Indústria (Ministry of International Trade and Industry)

NDB – Novo Banco de Desenvolvimento (New Development Bank)

PBC – Banco Popular da China

PBOC – Banco Popular da China (People's Bank of China)

QDII – Investidor Institucional Doméstico Qualificado

QDII2 – Programa de Investidor Institucional Doméstico Qualificado 2

QFII – Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado

REER – Taxa de Câmbio Real Efetiva

RMB – Renminbi

RQFII – Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado em RMB

SAFE – Administração Estatal de Câmbio

SDR – Direitos Especiais de Saque (Special Drawing Rights)

USD – Dólar Americano



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>16</b>
<b>2</b>	<b>O QUE SÃO MOEDAS DE RESERVA? .....</b>	<b>21</b>
2.1	CONCEITUAÇÃO .....	21
2.2	ANÁLISE HISTÓRICA .....	26
<b>3</b>	<b>DOLAR: A MOEDA DO PODER EXORBITANTE.....</b>	<b>32</b>
3.1	PROCESSO DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO DOLAR .....	32
3.2	ASPECTOS ECONOMICOS.....	42
3.3	IMPACTO DAS NORMATIVAS .....	53
<b>4</b>	<b>A TRAJETÓRIA DO RENMINBI .....</b>	<b>59</b>
4.1	SURGIMENTO DO RENINMBI E NOMENCLATURA .....	59
4.2	RESTRICÇÕES AOS FLUXO DE CAPITAIS.....	63
4.3	CONVERTIBILIDADE.....	72
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>80</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>85</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O presente projeto busca explorar o complexo panorama do sistema monetário internacional, com foco especial no papel das estruturas jurídicas econômicas que estabelecem moedas de reserva como dominantes. A justificativa para este estudo reside na necessidade de aprofundar a compreensão das normas regulatórias que impactam a convertibilidade e o fluxo de capitais, elementos cruciais na determinação do status internacional de uma moeda. Ao detalhar os aspectos legais críticos que governam a internacionalização das moedas, o projeto pretende elucidar não apenas como estabeleceu-se a hegemonia do Dólar e os desafios enfrentados pelo Renminbi, mas também estabelecer um marco teórico referencial para analisar outras moedas emergentes no contexto global. Essa análise é fundamental para compreender as dinâmicas que posicionam o RMB como um potencial concorrente ao Dólar e para antecipar as transformações no sistema financeiro internacional que tais movimentos podem precipitar.

A supremacia do Dólar, consolidada ao longo de décadas como a moeda de reserva global preeminente, e as bases econômicas, históricas e jurídicas que sustentam essa posição, constituem um pilar central deste estudo. Investigando os aspectos que permitiram ao Dólar alcançar e manter seu domínio, o projeto oferecerá uma visão crítica e detalhada das forças em jogo que perpetuam a hegemonia do Dólar no cenário monetário internacional, assim como suas implicações para o equilíbrio econômico e político mundial. Além disso, a análise da internacionalização do Renminbi e dos obstáculos regulatórios que enfrenta em sua aspiração a se tornar uma moeda de reserva internacional revelará *insights* importantes para o direito monetário internacional. Este aspecto do projeto visa detalhar os desafios regulatórios, econômicos e operacionais que o RMB encontra, contribuindo para o debate acadêmico e prático sobre a emergência de novos atores monetários no palco global e o que isso sinaliza para o futuro da ordem monetária global.

Ademais, ressalta-se a contemporaneidade deste estudo, a qual é marcada pela volatilidade e pela inovação no sistema financeiro global, onde novas potências econômicas emergem e novas formas de moedas digitais e criptomoedas começam a desafiar o *status quo*. A abordagem jurídica adotada neste projeto é particularmente inovadora, pois permite uma análise aprofundada das forças econômicas e regulatórias que moldam as relações monetárias internacionais, fundamentais para compreender e navegar no ambiente financeiro dinâmico e complexo do século XXI.

Recentemente, ainda, a discussão sobre a hegemonia do Dólar e a possibilidade de substituição por outras moedas de reserva tem ganhado destaque. Eventos como a guerra

comercial entre os EUA e a China, a pandemia de COVID-19 e a instabilidade política global têm influenciado o cenário econômico. O BRICS, composto por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, tem feito esforços para reduzir a dependência do Dólar em suas transações comerciais. A recente inclusão de novos membros como, Egito, Etiópia, Irã, Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos fortalece essa iniciativa, especialmente com a proposta de um sistema de pagamento baseado em blockchain para conectar os sistemas financeiros dos países membros

O BRICS também está explorando a criação de uma moeda digital própria. Conhecida como BRICS Bridge, esta plataforma de pagamento baseada em *blockchain* visa conectar os sistemas financeiros dos países membros, facilitando transações em moedas digitais emitidas pelos bancos centrais. Este desenvolvimento pode representar um passo significativo na direção da desdolarização, reduzindo a dependência do sistema de pagamento internacional SWIFT, que é dominado pelos Dólares americanos.

O Brasil, como um dos principais membros do BRICS, tem manifestado interesse em reduzir a dependência do Dólar americano em suas transações comerciais internacionais. Esse movimento está alinhado com os esforços do grupo de promover uma maior integração econômica entre seus membros e criar alternativas ao sistema financeiro dominado pelo Dólar.

Roberto Campos Neto, Presidente do Banco Central do Brasil, destacou a importância das novas tecnologias para facilitar a desdolarização. Ele argumenta que a implementação de tecnologias como *blockchain* pode eliminar a necessidade de uma moeda específica para transações internacionais, promovendo a utilização de múltiplas moedas conversíveis. Essa visão sugere que o Brasil está aberto a inovações tecnológicas que possam suportar um sistema financeiro mais diversificado e menos dependente do Dólar.

O Presidente, Luiz Inácio Lula da Silva, tem sido um defensor vocal da desdolarização. Durante seu governo, ele tem promovido a cooperação com outros países do BRICS para criar um sistema de pagamento independente do Dólar, destacando a importância de reduzir a hegemonia da moeda americana nas transações internacionais.

Uma das iniciativas mais significativas é a criação de uma plataforma de pagamento digital baseada em *blockchain*, conhecida como BRICS Bridge. Essa plataforma visa conectar os sistemas financeiros dos países membros, facilitando transações em moedas digitais emitidas pelos bancos centrais dos países do BRICS. Essa medida pode diminuir a dependência do sistema SWIFT, que é amplamente dominado pelo Dólar.

Antes da saída do ex-Presidente argentino Alberto Fernández, o Brasil havia iniciado conversações sobre a desdolarização das transações bilaterais, sugerindo a utilização de moedas

locais ou alternativas ao Dólar. Essa parceria refletiu a busca por maior independência econômica e financeira no contexto sul-americano.

O Banco Bocom BBM, com sede no Rio de Janeiro, conectou-se ao sistema de pagamentos CIPS da China, facilitando o comércio em RMB entre Brasil e China. Essa conexão é um exemplo concreto de como o Brasil está se posicionando para aumentar a utilização do RMB em suas transações comerciais.

A desdolarização pode levar a uma redução dos custos de transação para as empresas brasileiras, especialmente aquelas que exportam para a China. Utilizando o RMB diretamente, as empresas podem evitar as taxas de câmbio associadas à conversão do Dólar. Diversificar as moedas de reserva pode proporcionar maior estabilidade econômica ao Brasil, mitigando os riscos associados à flutuação do Dólar.

A dependência excessiva de uma única moeda de reserva pode expor o país a vulnerabilidades macroeconômicas significativas. Aumentar a utilização do RMB nas transações comerciais pode fortalecer as relações comerciais entre Brasil e China, promovendo um maior fluxo de comércio e investimentos entre os dois países. A China é um dos maiores parceiros comerciais do Brasil, e facilitar as transações em RMB pode incentivar ainda mais essa parceria.

Embora as iniciativas de desdolarização e a promoção do RMB apresentem várias vantagens, existem desafios a serem considerados. A implementação de sistemas de pagamento baseados em *blockchain* e a integração de novas tecnologias financeiras exigem investimentos significativos em infraestrutura e segurança. A transição para um sistema financeiro menos dependente do Dólar requer um ambiente regulatório robusto que garanta a transparência, a estabilidade e a confiança dos investidores internacionais. Para que o RMB substitua efetivamente o Dólar em uma escala global, será necessário convencer os bancos centrais e os mercados financeiros internacionais da estabilidade e confiabilidade da moeda chinesa. Isso inclui a liberalização dos mercados de capitais da China e a garantia de uma política monetária previsível.

Em resumo, o Brasil está ativamente explorando alternativas ao Dólar, impulsionado por iniciativas tecnológicas e parcerias estratégicas dentro do BRICS. A adoção crescente do RMB nas transações comerciais e financeiras representa uma mudança significativa na dinâmica econômica global, refletindo o desejo de maior independência e estabilidade financeira. No entanto, a transição para um sistema financeiro diversificado apresenta desafios que exigem uma abordagem cuidadosa e estratégica

Além disso, no contexto atual a resposta dos Estados Unidos a esses desafios tem sido mista. Por um lado, o país continua a desfrutar dos benefícios de sua moeda dominante. A vasta rede de bases militares dos EUA e seu orçamento militar substancial proporcionam uma influência geopolítica significativa, que sustenta a demanda pelo Dólar. No entanto, a crescente concorrência de outras moedas e a evolução das tecnologias financeiras exigem uma adaptação contínua das políticas monetárias e econômicas americanas.

Os bancos centrais estrangeiros continuam a manter uma parcela significativa de suas reservas em Dólares, mas a participação do Dólar nas reservas globais tem diminuído nos últimos anos. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), a participação do Dólar nas reservas globais caiu para 58%, um recorde histórico. Embora ainda represente a maior parte das reservas globais, essa tendência indica uma diversificação crescente por parte dos bancos centrais em resposta às incertezas econômicas e geopolíticas.

Este Trabalho de Conclusão de Curso propõe, ainda, não apenas explorar a evolução econômica, histórica e jurídica das moedas de reserva, como também desenvolver um modelo teórico que define claramente os critérios e as condições sob os quais uma moeda pode alcançar e manter o status de reserva internacional. Tal modelo não só enriquecerá o campo do direito monetário internacional com uma ferramenta analítica robusta, mas também proverá um recurso essencial para acadêmicos, legisladores e profissionais financeiros, ajudando-os a entender e a se preparar para as mudanças futuras no sistema financeiro global.

A metodologia desta pesquisa será delineada para abordar sistematicamente cada um dos objetivos específicos, utilizando a análise bibliográfica como ferramenta fundamental. Para o primeiro objetivo, que visa conceituar moeda de reserva, a análise será fundamentada em conceituações presentes no BMP6 do FMI. Ademais, com base nas obras “Money Trap” de Robert Pringle e “Globalizing Capital” de Berry Eichgreen será empregado um método descritivo-analítico para extrair e sintetizar definições, características legais e econômicas, e traçar a evolução histórica das moedas de reserva. Esta abordagem permitirá uma compreensão profunda do conceito de moeda de reserva e dos critérios que influenciam sua designação e uso no sistema financeiro mundial.

Para analisar o processo de hegemonia do Dólar, o segundo objetivo será alcançado através de uma metodologia que combina análise histórica, econômica e de impacto regulatório. Isso envolverá o exame detalhado de eventos históricos, legislações, regulamentações e políticas emitidas por entidades nacionais e internacionais, os quais moldaram o papel do Dólar como moeda de reserva mundial. Para tanto, a pesquisa se concentrará na obra *Privilégio Exorbitante* de Berry Eichgreen, sendo os três tópicos: Processo de Internacionalização do

Dólar; Aspectos Econômicos e Impacto das Normativas baseados, respectivamente, nos capítulos: Advento, Domí e Crise do livro.

O desenvolvimento do perfil jurídico e econômico do Renminbi, conforme o terceiro objetivo, será fundamentado na obra “Gaining Currency” do economista, Eswar S. Prasad. Esse objetivo específico empregará, também, o método de estudo de caso para examinar as normativas e regras que afetam a internacionalização do Renminbi, especialmente em relação à sua convertibilidade e ao controle de fluxos de capitais.

Concluindo o trabalho, estabelecer-se-á os pré-requisitos jurídicos para a internacionalização de uma moeda por meio de uma metodologia analítica e comparativa. Assim, será desenvolvido um modelo teórico baseado na compilação e análise das características econômicas, com enfoque normativo, para que uma moeda possa alcançar a internacionalização e se tornar hegemônica nas reservas globais.

Ao utilizar este modelo, a pesquisa avaliará criticamente a posição do Renminbi em relação a esses pré-requisitos, combinando a análise qualitativa e comparativa para examinar se o Renminbi atualmente possui a capacidade de substituir o Dólar como a principal moeda de reserva internacional. Cada uma dessas metodologias específicas será implementada para alcançar os objetivos propostos de maneira sistemática e fundamentada, garantindo que a pesquisa seja holística e que as conclusões sejam baseadas em análises rigorosas e abrangentes.

## 2 O QUE SÃO MOEDAS DE RESERVA?

O presente trabalho visa analisar a viabilidade econômica e, sobretudo jurídica, da possibilidade de o Dólar Americano ser substituído pelo Renminbi como a moeda de reserva hegemônica global. No entanto, para abordar tal questão, torna-se imperativo responder a uma indagação preliminar - O que são moedas de reserva? Esta questão é fundamental, pois a definição desse tipo de ativo financeiro constitui o passo inicial para o desenvolvimento de um modelo teórico que possa elucidar porque o Dólar mantém a posição de moeda de reserva dominante e, além disso, avaliar a capacidade e a situação atual do Renminbi para assumir essa posição.

Este capítulo tem como objetivo estabelecer uma definição abrangente para moedas de reserva, explorando dois aspectos principais. Inicialmente, será abordada a conceituação teórica e técnica dos ativos de reserva. Em seguida, será realizada uma análise histórica que examina a evolução das moedas ao longo do tempo, concentrando-se no período antes do Dólar, mais especificamente as décadas em que vigorou o padrão-ouro e o período entreguerras. Esta análise que será baseada nos sistemas financeiros internacionais de diferentes épocas, identificará os fatores econômicos, políticos e sociais que influenciaram a ascensão e o declínio das principais moedas de reserva ao longo das décadas.

Ao concluir este capítulo, com base na fundamentação técnica e ao apresentar as primeiras manifestações históricas desse conceito, delinear-se-á os primeiros alicerces para entender a predominância do Dólar como a principal moeda de reserva e para examinar as condições atuais do Renminbi. Tais considerações proporcionam a base necessária para os debates e análises mais aprofundadas nos capítulos subsequentes deste trabalho.

### 2.1 CONCEITUAÇÃO

Dada a complexidade inerente ao funcionamento das moedas de reserva, é possível caracterizá-las por diferentes abordagens que neste tópico será feita em dois momentos. Num primeiro momento, será apresentada uma caracterização de aspecto teórico, para posteriormente abordar a caracterização técnica fornecida pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

No aspecto teórico, na literatura econômica Robert Pringle (2011) define moeda de reserva como ativo financeiro que além de figurar como parte das reservas oficiais em bancos centrais estrangeiros, é amplamente utilizada no dia a dia por empresas comerciais, *traders* e

investidores. Esta funcionalidade dual confere às moedas nacionais usadas internacionalmente características distintas e desafios específicos, como os desequilíbrios que podem surgir quando políticas do banco central emissor promovem um aumento da oferta monetária que supera a demanda. Para os detentores estrangeiros, estas moedas são ativos que exigem gestão criteriosa; para o país emissor, representam passivos susceptíveis de serem retirados.

Sendo assim, entende-se do conceito do autor que moeda de reserva se refere tipicamente a uma moeda estrangeira amplamente utilizada no comércio internacional e mantida por bancos centrais e outras grandes instituições financeiras como parte de seus ativos externos. Por exemplo, o Dólar dos EUA é a moeda de reserva mais prevalente, usada globalmente para precificar *commodities*, liquidar comércio internacional e como reserva de valor nos bancos centrais. Outros exemplos incluem o Euro, a Libra Esterlina e o Renminbi.

Essa conceituação dada pelo economista, contudo, provem de uma conceituação técnica, no âmbito dos sistemas financeiros globais, em que moedas de reserva caracterizam-se como uma das espécies de ativos financeiros usado como reserva internacional. Dessa maneira, antes de analisar o que são moedas de reserva propriamente ditas, há de se explicar o que são ativos de reserva internacionais. Nessa matéria, extrai-se do FMI, as diretrizes para conceituar tais ativos por meio do "Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional, Sexta Edição" (BPM6).

O BPM6 é uma diretriz que estabelece padrões internacionais para a compilação de estatísticas sobre o balanço de pagamentos e a posição de investimento internacional de um país. O manual promove a padronização e comparabilidade das estatísticas econômicas globais, detalhando como os países devem relatar todas as transações econômicas entre residentes e não residentes, incluindo transações financeiras significativas, como as que envolvem moedas de reserva. O BPM6 divide o balanço de pagamentos em três contas principais - conta corrente, conta de capital e conta financeira - e é na conta financeira que os ativos de reserva ganham destaque. Esses padrões não apenas facilitam análises econômicas precisas e informam políticas eficazes, mas também, permitem comparações internacionais coesas das reservas monetárias, contribuindo para uma melhor compreensão da estabilidade econômica global e auxiliando na formulação de políticas econômicas informadas e na gestão da dinâmica financeira internacional.

Dessa maneira, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (2009), no BPM6, ativos de reserva são definidos como:



Os ativos de reserva são aqueles ativos externos que estão prontamente disponíveis e são controlados pelas autoridades monetárias para atender às necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, para intervenção nos mercados de câmbio a fim de afetar a taxa de câmbio da moeda e para outros fins relacionados (como manter a confiança na moeda e na economia, e servir como base para empréstimos externos). Os ativos de reserva devem ser ativos em moeda estrangeira e ativos que realmente existam. Ativos potenciais são excluídos. Subjacente ao conceito de ativos de reserva estão as noções de 'controle' e 'disponibilidade para uso' pelas autoridades monetárias". (Nossa tradução, FMI, 2009, p. 111)

Nessa classificação, nota-se que, pela necessidade de disponibilidade imediata, a liquidez é requisito fundamental na adoção de uma moeda de reserva e na aquisição de seus ativos. Essa necessidade por liquidez é expressa por critérios objetivos, delineados por meio de conceitos como: da residência; do funcionamento das autoridades monetárias; do controle; da convertibilidade; e, principalmente, da disponibilidade para o uso.

Quanto ao conceito de residência aplicado aos ativos de reserva, que, excetuando-se o ouro em barra, devem constituir reivindicações sobre não residentes. Nesse sentido, as reivindicações em moeda estrangeira das autoridades sobre residentes, incluindo bancos residentes, não podem ser consideradas ativos de reserva. A necessidade de esses ativos serem reivindicações estrangeiras garante que possam ser utilizados sem as restrições das condições do mercado doméstico, que nem sempre são favoráveis para ações como a estabilização da moeda. Dessa forma, esse critério confere segurança e efetividade para o uso desses ativos conforme seu propósito, uma vez que coíbe que percam sua liquidez. (FMI, 2009)

O funcionamento de autoridades monetárias é também fundamental para a definição de ativos de reserva. Estas autoridades incluem o banco central, que abrange unidades institucionais como o conselho de moeda; além de abarcar operações tipicamente associadas ao Banco Central, mas que podem ser executadas por outras instituições governamentais ou bancos comerciais estatais. Entre estas operações estão a emissão de moeda, a manutenção e gestão de ativos de reserva - inclusive aqueles provenientes de transações com o FMI - e a operação de fundos de estabilização cambial. (FMI, 2009)

Nessa esfera, existe ainda o conceito de controle sobre ativos de reserva, o qual destaca que a propriedade direta das autoridades monetárias não é a única forma de estabelecer controle sobre esses ativos. Em situações em que unidades institucionais, que não são as autoridades monetárias, detêm o título legal de ativos em moeda estrangeira, mas estão restritas a operar com esses ativos somente sob os termos especificados pelas autoridades monetárias ou com sua aprovação explícita dessas, esses ativos ainda podem ser considerados como reservas. Isso ocorre porque eles estão sob o controle direto e efetivo das autoridades monetárias. Para que tais ativos sejam reconhecidos como parte das reservas, três condições devem ser satisfeitas: a

entidade residente só pode transacionar com não residentes sob os termos especificados ou com aprovação expressa das autoridades monetárias controladoras; as autoridades devem ter acesso imediato a essas reivindicações para atender às necessidades de financiamento do balanço de pagamentos e outros propósitos relacionados; e deve haver uma lei prévia ou um arranjo contratual legalmente vinculante que confirme o papel da entidade residente como agente com intenções claras e definidas. (FMI, 2009)

Outro aspecto fundamental das moedas de reserva é a sua convertibilidade. Para cumprir suas funções essenciais de atender às necessidades de financiamento do balanço de pagamentos e apoiar a taxa de câmbio, os ativos de reserva devem ser denominados e liquidados em moeda estrangeira. Contudo, para garantir a liquidez necessária, esses ativos devem ser convertíveis em moedas estrangeiras que sejam livremente utilizáveis em transações internacionais. Ativos como o ouro e os Direitos Especiais de Saque (SDRs) também são considerados ativos de reserva quando estão em conformidade com esses critérios de convertibilidade e usabilidade. (FMI, 2009)

Assim, todos esses aspectos permitem chegar no conceito que mais traduz a necessidade por liquidez: o da disponibilidade para o uso dos ativos de reserva internacional. Os ativos de reserva devem estar prontamente disponíveis na forma mais incondicional possível. Um ativo de reserva é aquele que é líquido, significando que pode ser comprado, vendido e liquidado por moeda estrangeira (dinheiro) com custos e tempo mínimos, sem afetar indevidamente o valor do ativo. Embora nenhum limite de tempo seja fornecido, para se qualificar como reservas, um ativo deve estar disponível em um período muito curto de tempo, considerando a velocidade com que a necessidade de câmbio pode surgir em circunstâncias adversas. Este conceito abrange tanto ativos não comercializáveis, como depósitos a vista, quanto ativos comercializáveis, como títulos para os quais existem vendedores e compradores prontos e dispostos. A capacidade de levantar fundos usando o ativo como garantia não é suficiente para qualificar um ativo como de reserva. Alguns depósitos e empréstimos podem ser líquidos e incluídos em ativos de reserva, embora não sejam necessariamente comercializáveis. Contudo, os ativos de reserva geralmente devem ser também de alta qualidade, para estarem prontamente disponíveis às autoridades para atender às necessidades de financiamento do balanço de pagamentos e outros propósitos relacionados em circunstâncias adversas. (FMI, 2009)

Dessa forma, é notável que os ativos de reserva desempenham um papel crucial na gestão financeira das economias, oferecendo liquidez e segurança necessárias para responder a choques externos e estabilizar moedas nacionais. Assim, após estabelecer os conceitos e

requisitos para que um ativo possa atuar como reserva internacional, caracterizam-se como ativos de reserva: Ouro Monetário; Direitos Especiais de Saque (SDR); Posição de Reserva no FMI; Moedas e Depósitos; Títulos; Derivativos entre outras reivindicações.

Ouro Monetário se destaca como um dos mais tradicionais, que é representado por barras de ouro, moedas e contas de ouro alocadas. É frequentemente mantido pelas autoridades monetárias como uma forma de reserva segura e altamente líquida. Por exemplo, o Banco Central dos EUA mantém significativas reservas de ouro em *Fort Knox* e outros locais seguros, garantindo um valor de reserva estável que pode ser facilmente convertido em liquidez em tempos de crise.

Os Direitos Especiais de Saque (SDR), criados pelo Fundo Monetário Internacional, funcionam como uma cesta de moedas importantes, incluindo o Dólar americano, o euro, o Renminbi, o Iene japonês e a Libra Esterlina. Esses direitos oferecem um recurso de liquidez internacional que complementa as reservas oficiais dos países membros, ajudando a equilibrar as necessidades financeiras globais.

A Posição de Reserva no FMI inclui os montantes que os países podem sacar do FMI, como os direitos de saque associados à quota de cada país no fundo. Um exemplo notável é a capacidade do Brasil de acessar recursos do FMI rapidamente com base em sua posição de reserva, o que demonstra a importância dessa categoria para a liquidez internacional.

Moedas e Depósitos também formam uma parte essencial dos ativos de reserva. Esses ativos incluem depósitos em moeda estrangeira mantidos em bancos centrais estrangeiros, como o Banco Central Europeu, ou instituições financeiras internacionais como o Banco de Compensações Internacionais. Esses depósitos garantem acesso imediato a moeda estrangeira quando necessário, facilitando operações financeiras transfronteiriças.

Os Títulos, como os títulos do Tesouro dos EUA ou *bunds* alemães, são mantidos como reservas devido à sua segurança e liquidez. Emitidos por governos, esses títulos são negociáveis e permitem uma conversão rápida em dinheiro, servindo como uma almofada financeira confiável para os países.

Os Derivativos, utilizados para gerenciar riscos associados às reservas, como futuros de moeda ou opções, são outro componente importante. Um exemplo é um *swap* de moeda em que o Banco Central do Canadá troca Dólares Canadenses por Dólares Americanos para proteger contra flutuações cambiais, ilustrando como esses instrumentos são cruciais para a estabilidade financeira.

Por fim, as Outras Reivindicações incluem empréstimos a instituições não depositárias e financiamentos para organismos internacionais, como um empréstimo do Banco Central da

Índia a uma grande corporação multinacional para financiamento de projetos internacionais. Esses ativos são essenciais para suportar operações internacionais e garantir a liquidez necessária em momentos críticos.

Partindo da classificação mencionada e dos conceitos anteriormente discutidos, é viável aplicar, por analogia, as definições de ativos de reserva para conceituar as moedas de reserva. Estas correspondem às unidades cambiais nacionais em que se expressam monetariamente determinado ativo de reserva. Por integrarem esse sistema de reservas, a preponderância de uma moeda de reserva está intrinsicamente associada aos ativos financeiros das entidades institucionais responsáveis por sua emissão. Por exemplo, a liquidez dos títulos do Tesouro dos EUA, bem como sua segurança, são fatores que contribuem para a dolarização das reservas internacionais. Assim quanto mais líquidos e confiáveis forem esses ativos, a moeda de reserva em que ele é expresso tenderá ser mais hegemônico, uma vez que os bancos centrais preferem alocar suas reservas em ativos que ofereçam essas características, promovendo assim uma maior concentração das reservas internacionais em uma moeda de reserva específica.

Em seguida, será apresentado uma análise histórica das moedas que se sucederam ao longo das décadas, para que se possa ver como a liquidez, confiabilidade e os demais conceitos apresentados nesses tópicos atuam na prática e como influem para que um ativo se torne hegemônico.

## 2.2 ANÁLISE HISTÓRICA

Para compreender adequadamente o conceito de moeda de reserva, é essencial explorar seu desenvolvimento histórico. Com base na obra “Globalizing Capital” de Eichengreen, este tópico abordará a evolução das moedas de reserva ao longo dos diferentes sistemas financeiros que surgiram. Analisando esses sistemas, pode-se identificar os fatores históricos e econômicos que contribuiram para a ascensão e queda das moedas de reserva. Essa análise histórica abarcará desde os primórdios das moedas passando pelo padrão-ouro clássico até o período entreguerras, oferecendo uma visão abrangente das transformações e adaptações dos sistemas financeiros ao longo dos séculos. Essa análise não abordará, contudo, os desenvolvimentos relacionados ao Dólar, ponto esse que será abordado no capítulo seguinte para que se entenda esse fenômeno dentro de suas particularidades específicas. Desde tempos imemoriais, as moedas cunhadas a partir de metais preciosos desempenharam um papel central como dinheiro. Isso é evidenciado nos próprios nomes de moedas como a Libra e o Penny Inglês, que indicam a quantidade de

metal precioso originalmente contida. Durante a Idade Média e até a Era Moderna, a prata era o metal monetário dominante devido ao seu peso e manuseio mais viável em comparação a outros metais, como o cobre, que era muito pesado, ou o ouro, que era muito leve para transações práticas. Não foram raras as experimentações, como o padrão de cobre estabelecido pelo governo sueco em 1625, com moedas tão pesadas que exigiam carruagens para transporte diário. (Barry Eichengreen, 2019)

Com o tempo, o ouro passou a ser amplamente utilizado em transações de grande valor na Europa medieval, inicialmente em cidades italianas como Florença e Veneza, e posteriormente na França. No entanto, a prata continuou a ser o metal mais utilizado no cotidiano até os séculos XVIII e XIX. No século XIX, muitos países adotaram o padrão bimetalico, permitindo a circulação simultânea de moedas de ouro e prata. A lei monetária francesa de 1803 estipulava uma razão de cunhagem de 15,5 para 1 entre prata e ouro, mas variações nos preços de mercado incentivavam a arbitragem, causando desequilíbrios temporários. (Barry Eichengreen, 2019)

Descobertas de ouro na Califórnia e na Austrália na metade do século XIX desestabilizaram os preços do ouro, intensificando os desafios do bimetalismo. Custos adicionais como a brassagem e fatores logísticos, incluindo o transporte de metal, exacerbavam a complexidade do sistema. Na França, onde o bimetalismo prevaleceu por mais tempo, havia uma tensão constante entre manter o equilíbrio e enfrentar pressões de mercado. (Barry Eichengreen, 2019)

Durante o terceiro quarto do século XIX, o sistema bimetalico enfrentou tensões crescentes. A adoção do padrão-ouro pela Grã-Bretanha influenciou Portugal a adotar o mesmo padrão em 1854. A Itália, após sua unificação política, adotou uma reforma monetária em 1862, que levou à criação da União Monetária Latina em 1865, harmonizando a cunhagem de prata. A Guerra Franco-Prussiana desestabilizou ainda mais o sistema, com a Alemanha liquidando suas reservas de prata e pressionando outros países a adotarem o padrão-ouro. (Barry Eichengreen, 2019)

A transformação para o padrão-ouro resultou das externalidades de rede que incentivavam países a adotar um padrão monetário comum, facilitando o comércio e o financiamento internacional. A liderança industrial da Grã-Bretanha e da Alemanha, junto com a revolução industrial, catalisaram essa mudança, levando a uma rápida transição para o padrão-ouro em muitos países europeus até o final do século XIX. (Barry Eichengreen, 2019)

No início do século XX, emergiu um sistema internacional baseado no ouro, embora com variações nacionais. Inglaterra, Alemanha, França e Estados Unidos mantinham padrões

de ouro puros, com moedas de ouro circulando internamente e reservas adicionais para garantir a conversão de papel-moeda. Na França, o padrão era impuro, com prata ainda como moeda legal, mas não livremente cunhada. Bélgica, Suíça e Países Baixos permitiam conversibilidade a critério das autoridades, indicando uma adesão moderada ao padrão-ouro. (Barry Eichengreen, 2019)

Nos Estados Unidos, a aderência ao padrão-ouro foi qualificada até 1900, por leis que exigiam a compra de prata pelo Tesouro, como as leis Bland-Allison de 1878 e Sherman de 1890. Essas leis, destinadas a aplacar interesses de mineradores de prata, criaram um desafio à credibilidade do compromisso dos EUA com o padrão-ouro. Somente com o Ato do Padrão-ouro de 1900 o compromisso com o ouro foi solidificado. (Barry Eichengreen, 2019)

Outros países, com circulação monetária composta por papel, prata e moedas-ficha, aderiram ao padrão-ouro na medida em que seus governos estavam prontos para converter moedas em ouro a um preço fixo. Bancos centrais e nacionais mantinham reservas de ouro para pagamento de passivos apresentados para conversão. Esses bancos, frequentemente privados, detinham um monopólio sobre a emissão de notas bancárias e ofereciam serviços ao governo, garantindo a estabilidade do sistema de padrão-ouro. (Barry Eichengreen, 2019)

Nesse desenvolvimento do padrão-ouro, o papel da Libra Esterlina e sua função como moeda de reserva internacional foi fundamental. Após a consolidação do padrão-ouro, muitos países mantinham reservas em forma de papel, prata e moedas-ficha, mas a garantia de conversão em ouro a um preço fixo estava intimamente ligada à Libra Esterlina. A Libra era a moeda de reserva dominante, representando cerca de 40% de todas as reservas cambiais em 1913. Essa preeminência foi reforçada pelo fato de que os governos que tomavam empréstimos em Londres eram muitas vezes obrigados a manter parte dos fundos em depósito naquele centro financeiro como uma demonstração de solvabilidade. (Barry Eichengreen, 2019)

A estrutura do sistema internacional de padrão-ouro pós-1880 pode ser visualizada considerando duas dimensões principais: a forma de circulação doméstica do dinheiro e a composição das reservas. Em termos de circulação doméstica, alguns países utilizavam principalmente moedas de ouro, enquanto outros utilizavam uma combinação de ouro, prata, moedas-ficha e papel-moeda. Inglaterra, Alemanha, França e Estados Unidos são exemplos de nações que circulavam principalmente moedas de ouro. Em contraste, Bélgica e Suíça usavam uma combinação de ouro, prata e papel-moeda.

No que diz respeito às reservas, alguns países mantinham reservas majoritariamente em ouro, enquanto outros dependiam mais de câmbio estrangeiro. Países como Rússia, Austrália, África do Sul e Egito mantinham suas reservas majoritariamente em câmbio

estrangeiro, apesar de circularem ouro internamente. Mesmo caso de nações como Áustria-Hungria, Japão, Países Baixos, Escandinávia e outros domínios britânicos mantinham uma combinação de reservas em ouro e maiores parcelas de câmbio estrangeiro. (Barry Eichengreen, 2019)

Outros países, como Filipinas, Índia e várias nações da América Latina, baseavam suas reservas inteiramente em câmbio estrangeiro, refletindo uma maior dependência de reservas internacionais convertíveis em ouro. Essa diversidade na composição das reservas e na forma de circulação doméstica do dinheiro evidencia a complexidade e a variabilidade do sistema de padrão-ouro entre diferentes nações no período pós-1880. (Barry Eichengreen, 2019)

A composição das reservas internacionais e os estatutos que regem sua utilização variavam de país para país. Em regiões como Índia, Filipinas e grande parte da América Latina, as reservas assumiam a forma de reivindicações financeiras sobre países cujas moedas eram conversíveis em ouro. Em outras nações, como Rússia, Japão, Áustria-Hungria, Holanda, Escandinávia e os domínios britânicos, as reservas internacionais eram parcialmente mantidas nessa forma, frequentemente na forma de títulos do Tesouro britânico ou depósitos bancários em Londres. Essa prática permitia a conversão dessas reservas em ouro no Banco da Inglaterra quando necessário. (Barry Eichengreen, 2019)

Com o advento do padrão-ouro as reservas em moedas estrangeiras aumentaram de aproximadamente 10% do total de reservas em 1880 para 20% às vésperas da Primeira Guerra Mundial. O Franco Francês e o Marco Alemão representavam juntos cerca de 40% das reservas cambiais, com o restante composto por francos belgas e suíços, coroas holandesas e Dólares americanos, que eram importantes principalmente para o Canadá e as Filipinas. (Barry Eichengreen, 2019)

Entre 1900 e 1913 houve um crescimento e uma modificação na composição dos ativos de câmbio estrangeiro em face aumento significativo nas reservas. Em 1899, as instituições oficiais possuíam \$246,60 milhões em ativos de câmbio estrangeiro, valor que cresceu para \$1.124,7 milhões em 1913. Destes, as reservas conhecidas em Libras Esterlinas aumentaram de \$105,1 milhões para \$425,4 milhões. Da mesma forma, os francos franceses e marcos alemães também viram aumentos substanciais, com os francos crescendo de \$27,2 milhões para \$275,1 milhões e os marcos de \$24,2 milhões para \$136,9 milhões. (Barry Eichengreen, 2019)

As instituições privadas também apresentaram um crescimento nas reservas, aumentando de \$157,6 milhões em 1899 para \$479,8 milhões em 1913. Embora as reservas conhecidas em Libras Esterlinas entre essas instituições tenham permanecido relativamente

estáveis, os outros tipos de moedas e valores não alocados aumentaram significativamente. (Barry Eichengreen, 2019)

A soma total das reservas em todas as instituições cresceu de \$404,2 milhões em 1899 para \$1.622,5 milhões em 1913, com um aumento expressivo nas reservas em Libras Esterlinas, francos franceses e marcos alemães. As reservas não alocadas também aumentaram substancialmente, de \$160,4 milhões para \$557,1 milhões no mesmo período. (Barry Eichengreen, 2019)

Nesse contexto, existiam os sistemas fiduciários que permitiam a emissão de uma quantidade limitada de moeda não respaldada por reservas de ouro, enquanto muitos países europeus operavam sistemas proporcionais que exigiam que as reservas de ouro e divisas estrangeiras não caíssem abaixo de uma certa proporção do dinheiro em circulação. Em alguns casos, as leis permitiam que as reservas caíssem abaixo do mínimo legal mediante autorização do ministro das finanças ou mediante pagamento de um imposto pelo banco central. (Barry Eichengreen, 2019)

Essas variações nos sistemas monetários proporcionavam certa flexibilidade na operação dos padrões ouro, permitindo que os bancos centrais manipulassem a oferta monetária sem necessariamente alterar suas reservas de ouro. Apesar dessa flexibilidade, o processo ainda tinha limites, que eram essenciais para a manutenção do padrão-ouro. (Barry Eichengreen, 2019)

Ao observar tais fatos, percebe-se como o padrão-ouro contribuiu para o desenvolvimento do conceito atual de reservas internacionais. A criação de um sistema internacional comum baseado no ouro proporcionou um ambiente favorável ao fluxo de capitais, o que levou ao aprimoramento dos sistemas financeiros. Essas novas facilidades incentivaram a alocação das reservas nacionais em ativos internacionais, como os títulos do Tesouro britânico. Essa prática não foi apenas uma questão de conveniência, mas também influenciada pela solvibilidade exigida pelo Banco da Inglaterra. Por exemplo, os países que desejavam celebrar empréstimos com o banco precisavam alocar suas reservas nele. O maior volume dessas operações ocorria com o Banco da Inglaterra porque Londres era o centro financeiro global da época, sendo a capital da maior potência econômica do período.

Conforme afirma Eichengreen (2011) sobre a proeminência da Inglaterra:

Porque Londres dominava esse negócio não é nenhum mistério. A Grã-Bretanha foi a primeira economia industrial e a principal nação comercial. Com o crescimento e o desenvolvimento econômicos, veio o crescimento dos mercados financeiros. Já em meados do século XIX, a Grã-Bretanha tinha um sistema bancário bem desenvolvido. Ela possuía o Banco da Inglaterra,



fundado em 1694 para levantar dinheiro para a guerra com a França, que assumiu as funções de um banco central moderno. Ela tinha uma moeda estável como resultado de estar no padrão-ouro". (Nossa tradução, Eichengreen, 2011, p. 12)

Essa conjuntura de fatores levou a alocação de recursos de reserva em bancos estrangeiros, o que gerou a criação do próprio conceito de moeda de reserva, uma vez que alocar recursos em um banco estrangeiro, significava, também, precificar as reservas nessas moedas. Ao alocar as reservas de diferentes países em uma moeda específica, faz-se com que essa moeda tenha além do seu papel doméstico comum outras moedas, ganhe uma importância internacional, trazendo tanto desafios para os países emissores, quanto vantagens econômicas.

Dessa maneira, diante do exposto neste capítulo, tem-se como conceito de moeda de reserva a unidade monetária em que as reservas de diversas nações são expressas no sistema financeiro global. Na linguagem popular e nos meios de comunicação, contudo, o conceito de moeda de reserva está frequentemente associado à ideia de uma moeda de reserva hegemônica. Diversas moedas podem atuar como reservas em maior ou menor grau; no entanto, quando se refere ao Dólar como moeda de reserva, geralmente está se referindo à sua função como moeda de reserva dominante.

Essa dominância está fundamentada na liquidez e a segurança, conforme observado nas determinações pelo BPM6, além do aumento do fluxo de capitais por um fator econômico, como exemplificado pelas movimentações da Libra Esterlina para a Grã-Bretanha durante o padrão-ouro.

No próximo capítulo, essa análise será aplicada ao caso do Dólar, examinando como esses fatores apresentados atuam no processo de hegemonia dessa moeda.

### 3 DÓLAR: A MOEDA DO PODER EXORBITANTE

Para avaliar a viabilidade econômica e, sobretudo, jurídica de o Renminbi substituir o Dólar Americano como moeda de reserva hegemônica global, é essencial compreender o processo que levou a essa hegemonia do Dólar no sistema financeiro global. Com base na principal obra sobre o assunto: *Privilégio Exorbitante*, de Barry Eichengreen, 2019, será feita essa análise que é fundamental para a construção do modelo teórico que constitui o objetivo deste trabalho. Para entender a possibilidade de o Renminbi substituir o Dólar, é necessário examinar porque o Dólar ocupa sua posição dominante atualmente, identificando os pilares e as fragilidades do sistema que o sustenta. Além disso, essa análise exemplifica como os fatores de liquidez, segurança e facilidade no fluxo de capitais se manifestam na prática.

Assim, esse estudo será realizado em três etapas. Primeiro, será abordada a evolução do Dólar, desde seu surgimento como moeda nacional até alcançar o *status* de moeda internacional, passando pela criação do *Federal Reserve* e seu papel na criação do mercado de aceites. Em seguida, serão analisados os fatores econômicos que levaram e mantêm o Dólar como a moeda dominante, além de apresentar o conceito de "Privilégio Exorbitante". Por fim, será explorado o impacto das normas jurídicas no processo de hegemonia do Dólar, por meio de uma análise das políticas monetárias dos Estados Unidos, em especial no período que precede a crise de 2008 e como elas afetam a estabilidade e confiança do Dólar.

Dessa maneira, ao final deste capítulo, será possível encontrar o porquê de o Dólar ser a moeda de reserva hegemônica.

#### 3.1 PROCESSO DE INTERNACIONALIZAÇÃO DO DÓLAR

Uma verdade absoluta no sistema financeiro global atual é que o Dólar é a moeda padrão das transações internacionais, como explica Eichengreen:

O Dólar continua sendo de longe a moeda mais importante para faturamento e liquidação de transações internacionais, incluindo até mesmo importações e exportações que não chegam aos portos dos EUA. A Coreia do Sul e a Tailândia estabelecem os preços de mais de 80% de seu comércio em Dólares, apesar de apenas 20% de suas exportações irem para compradores americanos. Totalmente 70% das exportações da Austrália são faturadas em Dólares, apesar de menos de 6% serem destinadas aos Estados Unidos. As principais bolsas de mercadorias cotam preços em Dólares. O petróleo é cotado em Dólares. O Dólar é usado em 85% de todas as transações de câmbio estrangeiro no mundo. Ele representa quase metade do estoque global de títulos da dívida internacional. É a forma na qual os bancos centrais mantêm mais de 60% de suas reservas em moeda estrangeira. (Nossa tradução, Eichengreen, 2011, p. 2)

Para entender esse papel hegemônico do Dólar, deve-se entender os marcos históricos que levaram a sua internacionalização, desde seu advento nas pós-revolução americana, passando pelos desafios do seu uso externo e, especialmente a criação do FED que levou a criação dos mercados de aceitação, fundamental para o crescimento dos mercados financeiros em Dólar.

Em 1620, dissidentes religiosos ingleses liderados por William Bradford e Myles Standish desembarcaram em Provincetown, Massachusetts, trazendo dinheiro inglês, que rapidamente se esgotou. Sem uma casa da moeda, usaram moedas de *commodities* como *wampum*, conchas valorizadas pelos nativos americanos, legalizadas como dinheiro em 1637. Devido à escassez de conchas, usaram outras *commodities* como: milho, bacalhau e pele de castor no Norte; tabaco e arroz no Sul. No entanto, essa prática gerou consequências negativas, como produção de tabaco de baixa qualidade na Virgínia, afetando seu valor e levando a revoltas de agricultores. (Barry Eichengreen, 2011)

Assim, devido aos problemas criou-se uma preferência crescente por moedas. Como os colonos não podiam operar uma casa da moeda, as moedas em circulação tinham que ser importadas, no caso americano principalmente das Índias Ocidentais, onde as moedas de prata eram abundantes. Os colonos norte-americanos vendiam peixe seco, óleo de baleia, carne em conserva e grãos em troca de moedas, muitas vezes contrabandeados devido às proibições de exportação de Londres. (Barry Eichengreen, 2011)

As moedas mais populares eram os "pesos" espanhóis, conhecidos como "*pieces of eight*". Esses pesos, valendo oito reais espanhóis, eram chamados de "Dólares" pelos cambistas em Londres. Assim, as moedas de prata espanholas dominavam o mercado, complementadas por notas de crédito. Apesar de que moedas de ouro de Portugal e França também circulavam, as moedas espanholas dominavam. Além das moedas, os colonos usavam notas de crédito emitidas por meio de empréstimos públicos, prática que foi proibida pelo Parlamento em 1751, sendo inclusive uma das queixas econômicas que levaram à Revolução Americana. (Barry Eichengreen, 2011)

Durante a Revolução, especialmente na esfera monetária, a guerra de independência foi marcada por um período de improvisação. Os delegados ao Congresso Continental, incapazes de arrecadar impostos, financiaram a guerra emitindo *IOUs*, uma espécie de nota promissória, conhecidos como "continentais". Além disso, cada colônia também emitia suas próprias notas, resultando em uma variedade confusa de preços, inflação e desaparecimento de ouro e prata em circulação. Os líderes da nova nação levaram algum tempo para regularizar essa situação, e

enfrentaram desafios significativos para estabilizar a economia e estabelecer um sistema monetário confiável e unificado. (Barry Eichengreen, 2011)

Somente então, em 1785, o Congresso aprovou uma resolução declarando que a "unidade monetária dos Estados Unidos da América seria um Dólar", a qual seria dividida em um sistema decimal. Uma resolução de 1786 definiu a centésima parte de um Dólar como um *cent* e a décima parte como um *dime*, com o Dólar sendo definido em termos de grãos de prata e ouro a uma proporção de 15,253 para 1. Em setembro de 1786, o Congresso ordenou a criação de uma casa da moeda, mas a produção inicial foi limitada a algumas moedas de cobre. (Barry Eichengreen, 2011)

A Constituição de 1789 deu ao Congresso o poder de cunhar dinheiro e regular seu valor, proibindo os estados de emitir dinheiro. A última fase do processo de estabelecimento de uma moeda nacional foi o *Coinage Act* de 1792, promovido por Alexander Hamilton, que defendia o bimetalismo e a uniformidade monetária para unir os estados. Hamilton definiu o conteúdo de prata do Dólar com base no peso médio dos Dólares espanhóis em circulação, adotando 371,25 grãos como o conteúdo oficial. (Barry Eichengreen, 2011)

A aceitação do novo Dólar norte-americano foi rápida devido à semelhança com os Dólares espanhóis já em circulação. Na verdade, os Dólares espanhóis, especialmente os cunhados no México, continuaram a circular devido ao lento progresso da casa da moeda. Um legado duradouro das moedas espanholas é o símbolo do Dólar. O sinal "\$" deriva do peso, com as duas linhas paralelas representando as porções verticais do "P" e o "S" indicando o plural. Isso explica por que o símbolo "\$" também é usado em países cuja moeda é o peso, como na Argentina. (Barry Eichengreen, 2011)

Diante disso, é possível compreender como o Dólar se estabeleceu como a unidade monetária única e nacional dos Estados Unidos da América. A seguir, será explorado em detalhes o processo que levou o Dólar a internacionalização, o qual está intrinsecamente ligado ao desenvolvimento econômico dos EUA, em especial, do seu comércio exterior e da sua posição como centro financeiro global. (Barry Eichengreen, 2011)

Ao longo do século XIX, o Dólar teve uma história predominantemente doméstica, circulando fora dos Estados Unidos apenas no Canadá. As colônias britânicas de Alto e Baixo Canadá usavam moedas inglesas, francesas e espanholas. Com o comércio crescente com os Estados Unidos, os Dólares americanos começaram a suplementar essas moedas. Na década de 1850, a campanha para oficializar o uso do Dólar no Canadá ganhou força, e em 1853, uma lei reconheceu Dólares e centavos como unidades monetárias canadenses. Em 1857, o Parlamento Canadense decretou que as contas governamentais fossem expressas em Dólares e centavos.

Contudo, moedas de prata canadenses foram cunhadas em 1858, ainda que mesmo após a Confederação em 1867, moedas americanas continuaram a circular. Para resolver a falta de uniformidade, o governo canadense exportou moedas americanas para Nova York e, em 1870, comprou as restantes, substituindo-as por moedas de prata canadenses de 25 e 50 centavos. Assim, o papel internacional do Dólar Americano no Canadá chegou ao fim. (Barry Eichengreen, 2011)

Poucos Dólares dos Estados Unidos circulavam fora do país, especialmente após sua expulsão do Canadá, e o Dólar praticamente não desempenhava nenhum papel no financiamento do comércio de importação e exportação dos EUA. Quando um comerciante americano precisava de crédito para comprar importações ou para estender crédito a um comprador estrangeiro de produtos americanos, ele o conseguia não em Nova York, mas em Londres ou, menos frequentemente, em Paris ou Berlim. Portanto, esse crédito era denominado não em Dólares, mas em Libras, Francos ou Marcos. (Barry Eichengreen, 2011)

Como visto no capítulo anterior, o domínio de Londres nesse negócio se deu pelo poder econômico britânico. A Grã-Bretanha foi a primeira economia industrial e a principal nação comercial. Com o crescimento econômico e o desenvolvimento veio o crescimento dos mercados financeiros. Além disso, já em meados do século XIX, a Grã-Bretanha tinha um sistema bancário bem desenvolvido. Esse sistema tinha o Banco da Inglaterra, fundado em 1694 para levantar dinheiro para a guerra com a França, que assumiu as funções de um banco central moderno. Somado a isso, possuía uma moeda estável devido a introdução do padrão-ouro em 1717 para a Libra Esterlina, supervisionada por Isaac Newton. (Barry Eichengreen, 2011)

No século XIX, Londres se tornou o principal centro financeiro, onde os membros do Império Britânico quitavam suas dívidas. Londres desenvolveu mecanismos de compensação eficientes que também podiam ser usados por outros países. A Grã-Bretanha era a principal investidora estrangeira. Quando um de seus bancos concedia um empréstimo a um tomador estrangeiro, esse empréstimo naturalmente era na forma de sua própria moeda, a Libra Esterlina. Com tantos empréstimos denominados em Libras, tornou-se natural que os governos, ao solicitar empréstimos em Londres, mantivessem contas lá para convenientemente quitar suas dívidas. Essas contas foram o que posteriormente vieram a ser conhecidas como "reservas". (Barry Eichengreen, 2011)

Como a Grã-Bretanha era a principal importadora de matérias-primas industriais e alimentícias, as mais importantes bolsas de *commodities* - a Bolsa de Algodão de Manchester, o Mercado de Milho de Liverpool e, claro, o Mercado de Ouro de Londres - estavam localizadas lá. A Grã-Bretanha também era um fornecedor eficiente de serviços relacionados ao comércio,

como transporte e seguros. Tudo isso fazia de Londres um local óbvio para obter crédito para aqueles envolvidos no comércio internacional. E, por razões de conveniência, o crédito fornecido pelos bancos britânicos era denominado em Libras Esterlinas. Portanto, mais de 60% do comércio mundial era faturado e liquidado em Libras britânicas. (Barry Eichengreen, 2011)

Nesse sentido, para internacionalizar o Dólar, era necessário um passo anterior: a maturação dos mercados financeiros nos Estados Unidos, especialmente os mercados de crédito, como o mercado de *acceptances*.

Quando um empresário envia mercadorias, ele precisa de dinheiro, então vai ao banco com documentos que mostram o envio e o valor a ser pago no futuro. Se o crédito dele e do comprador for bom, ele pode receber o dinheiro imediatamente, ao invés de esperar a chegada das mercadorias e o pagamento do comprador. Esses documentos são chamados de *acceptances*, ou aceites comerciais em tradução direta. O banco "desconta" esses documentos, comprando-os por um valor menor que o de face. (Barry Eichengreen, 2011)

Contudo, depender de Londres para crédito comercial tornava o processo complicado. Imagine um torrefador de café em Nova York importando grãos do Brasil. Ele precisava de uma carta de crédito de seu banco, detalhando a transação e o seguro do embarque. A carta era enviada ao banco de Londres, garantindo o pagamento da fatura. O importador enviava a carta original ao vendedor brasileiro, autorizando-o a sacar contra o banco de Londres. O vendedor despachava o café e apresentava a fatura ao seu banco no Brasil, que, esperando que a fatura fosse "aceita" por um banco britânico confiável, descontava a fatura. Os documentos eram enviados ao banco de Nova York e ao correspondente em Londres. Este último podia segurar a fatura até seu vencimento ou vendê-la a terceiros. O banco londrino verificava a fatura contra a carta de crédito e enviava os documentos ao banco de Nova York. O importador americano assinava um recibo de confiança, comprometendo-se a manter as mercadorias em nome do banco e a entregar os lucros da venda. Antes do vencimento, o importador entregava os fundos ao seu banco, que os enviava a Londres, completando a transação. (Barry Eichengreen, 2011)

Assim nessa forma de fazer negócios eram exigidas várias comunicações com Londres, taxas bancárias e exposição ao risco cambial, que aumentavam os custos para os comerciantes americanos. Além disso, dificultava a concorrência dos prestadores de serviços comerciais e financeiros americanos com os londrinos.

Esse processo, longo e evidentemente complexo, demonstrava a necessidade de um sistema financeiro mais eficiente nos Estados Unidos, destacando a importância da criação de mecanismos domésticos de crédito para facilitar o comércio internacional, fato esse que naturalmente contribuiria para a internacionalização do Dólar.

Outros fatores importantes nesse processo, eram as limitações normativas da época. No final do século XIX e início do século XX, a dependência dos Estados Unidos de Londres para o financiamento do comércio era uma anomalia, considerando que os EUA já haviam superado a Grã-Bretanha em produção de bens e serviços em 1870 e em exportação de mercadorias em 1912. Isso se devia, em parte, às regulamentações que impediam os bancos americanos de estabelecerem filiais no exterior. Conceder crédito a comerciantes estrangeiros exigia informações sobre suas atividades, algo que os bancos britânicos, com suas extensas redes de filiais, estavam em posição de obter. Bancos franceses, alemães e holandeses possuíam redes semelhantes, enquanto os bancos nacionais dos EUA eram proibidos de operar internacionalmente e, em alguns casos, até mesmo entre estados. (Barry Eichengreen, 2011)

Uma exceção era a International Banking Corporation (IBC), criada em 1901 para promover e financiar a expansão do comércio americano com a Ásia. No entanto, a IBC foi proibida de operar no mercado doméstico para evitar a dominação. Além disso, algumas *trust companies* em estados específicos podiam operar filiais no exterior, mas apenas algumas possuíam filiais estrangeiras. Somando-se nessa conjuntura, até a aprovação do Federal Reserve Act em 1913, os bancos nacionais eram proibidos de lidar com crédito comercial. A legislação associada ao National Banking Act de 1863 também não autorizava explicitamente essa atividade, e os tribunais, desconfiados das inovações bancárias, proibiam-na sem autorização expressa do Congresso. (Barry Eichengreen, 2011)

Mesmo os bancos privados, como J.P. Morgan and Company, que não necessitavam de cartas constitutivas estaduais ou federais, contribuíam pouco para o financiamento do comércio exterior dos EUA. A alta liquidez do mercado de Londres, com sua capacidade de atrair investidores, facilitava a revenda de aceites comerciais, reduzindo riscos e taxas de juros, tornando-o um local atraente para governos e bancos centrais manterem suas reservas. Portanto, apesar da proeminência econômica dos EUA, as restrições regulatórias e a falta de infraestrutura financeira adequada limitavam a capacidade dos bancos americanos de competir internacionalmente no financiamento do comércio. (Barry Eichengreen, 2011)

Além disso, a volatilidade dos mercados financeiros dos EUA era um obstáculo. Os EUA experimentaram quatorze crises financeiras no século anterior à Primeira Guerra Mundial, sendo a de 1907 a pior. As taxas de juros aumentavam e o crédito se tornava inacessível. A impossibilidade de manter moedas de ouro e prata em circulação, devido à mudança contínua do preço dos metais, também contribuía para a falta de confiança no Dólar. A incerteza era exacerbada pela influência do movimento inflacionista pró-prata, especialmente na década de 1890, tornando arriscado para um comerciante aceitar contratos em Dólares devido ao risco de

depreciação da moeda. Por exemplo, o comerciante de café brasileiro, previamente citado, hesitaria em aceitar um contrato para receber Dólares no futuro, devido ao risco de cunhagem adicional de prata e depreciação do Dólar em relação a moedas mais firmemente atreladas ao ouro. (Barry Eichengreen, 2011)

Os diferentes problemas relacionados a internacionalização do Dólar podem ser explicados, por uma falta de uma força central que buscasse reformar o sistema financeiro americano, em especial no aspecto regulatório. Assim, a ausência de um banco central nos Estados Unidos para estabilizar o mercado foi fator significativo que contribuiu para a marginalização do Dólar no cenário internacional no século XIX. Enquanto os bancos de Londres, necessitando de liquidez, podiam recorrer ao Banco da Inglaterra para revender títulos previamente adquiridos em uma prática conhecida como “redescoto”, os Estados Unidos não possuíam um arranjo similar. O Banco da Inglaterra era o maior comprador de títulos no mercado londrino, muitas vezes responsável pela maioria das transações.

Nos Estados Unidos, um protótipo de banco central, o Banco dos Estados Unidos, foi fundado em 1791 na Filadélfia, fruto da visão de Alexander Hamilton. Criado sob objeções de Thomas Jefferson e James Madison, o Banco dos EUA era a maior instituição financeira do país e a única autorizada a operar em mais de um estado. Quando o *charter* do banco foi renovado em 1810, houve resistência de outras instituições financeiras. Jeffersonianos democratas insistiram que o Congresso não tinha poder para fundar um banco, resultando na derrota do projeto de *recharter*. Em 1816, o Congresso reverteu sua decisão e fundou um segundo Banco dos EUA. A presidência de Nicholas Biddle, a partir de 1823, marcou uma expansão significativa nas operações do banco. Em 1832, Henry Clay introduziu um projeto para *recharter* do banco no Senado, que foi aprovado, mas vetado pelo Presidente Andrew Jackson. Em 1836, com a expiração do *charter* federal, o segundo Banco dos EUA tornou-se o United States Bank of Pennsylvania. Biddle tentou estabelecer esse Banco como uma plataforma para um mercado de letras de câmbio, mas a crise financeira de 1836 a 1837 pôs fim a seu plano. (Barry Eichengreen, 2011)

Mais de três quartos de século se passariam antes que os Estados Unidos tivessem novamente um banco central. A ausência de um banco central contribuiu para um sistema monetário internacional, onde o Dólar não desempenhava papel algum. Para bancos centrais e governos, a Libra Esterlina era “tão boa quanto o ouro”. Ainda que os Estados Unidos fossem de longe a maior economia da época, na véspera da Primeira Guerra Mundial, no que tange relevância global, o Dólar estava atrás não apenas do Franco Francês, do Marco Alemão, do



Franco Suíço e do Florim Holandês, mas, também, da Lira Italiana, do Franco Belga e do Xelim Austríaco. (Barry Eichengreen, 2011)

Assim, após a crise financeira de 1907, a preocupação com a instabilidade das finanças americanas se fundiu com o desejo de criar um mercado de créditos comerciais nos EUA. A causa da crise é comumente atribuída ao fato de que as transações financeiras em Nova York eram, em sua maioria, especulação no mercado de ações, ao contrário dos investimentos sólidos respaldados pelo comércio de importação e exportação que dominavam em Londres. Além disso, na ausência de um banco central, as principais instituições financeiras foram obrigadas a contar com a figura dominante de Wall Street, J. Pierpont Morgan, para organizar um resgate. Isso não era totalmente tranquilizador, já que não estava claro se Morgan ou alguém como ele estaria disponível na próxima vez que uma crise surgisse. (Barry Eichengreen, 2011)

Essa situação apontou para a necessidade de um mecanismo permanente para gerenciar problemas monetários. Para investigar soluções, foi criada uma Comissão Monetária Nacional em 1908, presidida pelo severo senador Nelson Aldrich. Embora descendente de uma antiga família da Nova Inglaterra, Aldrich subiu na política gradualmente, tornando-se um influente senador em 1881. A crise de 1907 o convenceu da necessidade de um quadro monetário mais forte. Como chefe da comissão, Aldrich contratou assessores, consultou especialistas e liderou uma missão à Europa para estudar arranjos financeiros. A viagem o convenceu da necessidade de um mercado monetário ao estilo europeu, respaldado por um banco central. O Plano Aldrich propôs a criação de uma Associação de Reserva Nacional, com um banco central influenciando as condições financeiras e emprestando aos bancos em dificuldade. Paul Warburg, financista nascido na Alemanha, foi o autor das disposições técnicas do plano. Em 1910, Warburg e Aldrich, juntamente com A. Piatt Andrew, Benjamin Strong, Frank Vanderlip e Henry Davison, reuniram-se em Jeckyll Island para elaborar o plano que serviria de base para o Federal Reserve. (Barry Eichengreen, 2011)

O plano propôs uma estrutura bancária central, porém mais descentralizada do que a existente na Europa, descrevendo uma Associação de Reserva Nacional com quinze filiais regionais, cada uma com autoridade para descontar aceites comerciais. Para garantir o controle democrático adequado, recomendou que seus diretores fossem eleitos pelos bancos comerciais associados a cada filial individual. (Barry Eichengreen, 2011)

No entanto, essa abordagem não foi suficiente para superar as profundas preocupações populares e do Congresso sobre o poder financeiro concentrado. A noção de que pequenas empresas e agricultores eram explorados pelas grandes finanças ressoava fortemente. Para acalmar os críticos, o projeto assinado pelo Presidente Woodrow Wilson previa um sistema de

bancos de reserva regionais com conselhos nomeados localmente, supervisionados por um Conselho da Reserva Federal, cujos sete membros seriam selecionados pelo Presidente, não pelos banqueiros. (Barry Eichengreen, 2011)

O mandato do novo do Sistema de Reserva Federal era fornecer uma “moeda elástica”. Esse sistema, deveria regular a oferta de crédito para prevenir picos disruptivos de taxa de juros e crises de mercado, como as de 1907. Uma de suas técnicas seria a justamente a compra de aceites comerciais, conforme mostrado pelos estudos da Comissão Monetária Nacional sobre como o Banco da Inglaterra suavizava as taxas. (Barry Eichengreen, 2011)

Comprar aceites comerciais denominados em Dólares assumia, obviamente, uma oferta desses aceites para serem comprados. Para fornecê-los, os bancos americanos precisavam expandir suas operações para o exterior. O Ato da Reserva Federal, portanto, autorizou bancos nacionais com capital de pelo menos \$1 milhão a estabelecer filiais em países estrangeiros. Permitia-lhes comprar aceites comerciais até um limite de 50% de seus próprios fundos. (Barry Eichengreen, 2011)

A Primeira Guerra Mundial também impulsionou a expansão do mercado de crédito americano. A guerra aumentou dramaticamente o comércio de exportação dos EUA, transformando o país de devedor em credor. Além disso, a guerra perturbou o crédito comercial na Europa, fazendo com que bancos alemães e britânicos recorressem a Nova York para obter aceites endossados, denominados em Dólares, devido à familiaridade dos bancos nova-iorquinos com essa moeda. A instabilidade da Libra Esterlina durante a guerra tornou o Dólar, ainda vinculado ao ouro, uma unidade mais atraente para negócios. (Barry Eichengreen, 2011)

O National City Bank liderou a expansão internacional dos bancos, criando um Departamento de Comércio Exterior e estabelecendo filiais na América Latina e Ásia. Em 1916, o governo britânico, com apoio americano, fixou a Libra ao Dólar, mas a Libra caiu novamente após a guerra, reforçando a atratividade do Dólar. Outras instituições americanas seguiram o exemplo, e até 1920 os bancos americanos operavam 181 filiais no exterior, promovendo o uso de aceites em Dólares por importadores e exportadores estrangeiros. Assim, tanto comerciantes americanos quanto estrangeiros utilizaram o novo mercado de aceites em Nova York, integrando-se às operações dos bancos americanos no exterior. (Barry Eichengreen, 2011)

O crescimento do mercado de aceites em Nova York e o uso internacional do Dólar envolveram mais do que apenas a mágica do mercado. Os bancos americanos ainda não eram capazes de construir um mercado de aceites em Dólares por si mesmos, devido aos altos custos e à falta de investidores familiarizados com essa classe de ativos. Para resolver isso, foi

necessário educar os investidores sobre os aceites bancários, destacando sua atratividade como investimento e a dupla garantia envolvida. (Barry Eichengreen, 2011)

Benjamin Strong, governador do Federal Reserve Bank de Nova York, enfrentou esse problema diretamente. Strong acreditava na necessidade de controle central das finanças, seguindo a tradição hamiltoniana. Ele viu a criação de um mercado de aceites comerciais como uma forma de estabilizar as finanças americanas e expandir o comércio exterior do país. Sob sua liderança, o Federal Reserve instruiu suas filiais regionais a comprar aceites para estabilizar e reduzir as taxas de desconto, o que incentivou o crescimento do mercado. (Barry Eichengreen, 2011)

Nos primeiros anos da década de 1920, os Federal Reserve Banks tornaram-se os principais compradores desses aceites. Investidores estrangeiros, especialmente bancos centrais com grandes saldos nos EUA, também foram atraídos para o mercado - fortalecendo o papel não só internacional do Dólar, como também de ativo de reserva - Lentamente surgiram negociantes especializados em aceites, como o International Acceptance Bank, fundado por Paul Warburg, para financiar importações de grãos alemães e ajudar a reconstruir a economia alemã. Outros bancos seguiram o exemplo, criando subsidiárias para comprar, vender e comercializar aceites para investidores. (Barry Eichengreen, 2011)

O crescimento do mercado de aceites em Nova York finalmente permitiu que o Dólar assumisse um papel internacional significativo. Na segunda metade da década de 1920, mais da metade das importações e exportações dos EUA eram financiadas por aceites bancários denominados em Dólares. A atratividade de fazer negócios em Nova York refletia o fato de que a taxa de juros que importadores e exportadores tinham que pagar era até um ponto percentual mais baixa do que em Londres. Comerciantes de outros países também começaram a usar Nova York para suas transações, e até o final dos anos 1920, o valor dos aceites em Dólares emitidos para financiar o comércio entre terceiros países se aproximava dos emitidos para financiar importações para os EUA. (Barry Eichengreen, 2011)

Essa tendência fazia parte da crescente importância dos Estados Unidos nas transações internacionais. A devastação da Europa pela guerra criou uma enorme necessidade de recursos para a reconstrução pós-guerra, e os EUA, com abundância de fundos, eram a escolha óbvia. Benjamin Strong, governador do Federal Reserve Bank de Nova York, negociou empréstimos diretamente com países europeus, incentivando-os a contrair empréstimos nos EUA, competindo com Montagu Norman, do Banco da Inglaterra, que promovia a estabilização financeira por meio da Liga das Nações. (Barry Eichengreen, 2011)

Durante a década de 1920, então o capital fluíu dos EUA para a Europa, com bancos americanos organizando emissões de títulos para governos e corporações europeias, denominando-os em Dólares para atrair investidores americanos, consolidando a internacionalização do Dólar. (Barry Eichengreen, 2011)

Nesse processo histórico, é possível observar como a criação de mercados financeiros, especialmente o mercado de aceites, é fundamental para estabelecer uma moeda como dominante. Contudo, esse processo não ocorre por acaso. No contexto histórico aqui estudado, nota-se que apenas com a criação do Sistema de Reserva Federal (FED) e seu poder regulatório foi possível estabelecer um mercado financeiro de maneira sustentável. Ainda, é possível ver que tal construção é calcada justamente nos critérios previamente estudados, sendo esses a: liquidez, facilidade dos fluxos de capitais e segurança da moeda.

A instituição do FED expandiu esses três pilares ao criar as bases para um mercado financeiro baseado em crédito, e não em especulação, tornando-o mais líquido. Ao disponibilizar mais desse crédito, facilitou o comércio exterior e aumentou os fluxos de capitais em direção aos Estados Unidos, transformando o país de devedor em credor. Além disso, ao criar uma base de assistência aos bancos e um arcabouço regulatório, o FED proporcionou maior segurança e estabilidade à economia americana, ao Dólar e, conseqüentemente, aos títulos nele denominados.

Com os ensinamentos deste tópico, é possível observar como os critérios estudados anteriormente contribuíram para a construção do caráter internacional do Dólar. No próximo tópico, com o objetivo de delimitar ainda mais as razões pelas quais o Dólar é a moeda de reserva dominante, será analisado como ele, após sua internacionalização, conquistou e consolidou sua posição hegemônica sobre as demais moedas.

### 3.2 ASPECTOS ECONÔMICOS

Para compreender como o Dólar passou de apenas uma moeda internacional para se tornar a moeda de reserva dominante no cenário global, é essencial analisar a história dessa moeda no período pós-guerra. Por um quarto de século após Segunda Guerra Mundial, o Dólar reinou supremo. Apenas os Estados Unidos emergiram fortalecidos da guerra, com uma economia que superava todas as outras e representava metade da produção industrial global. Sua moeda era a única negociada livremente. Como resultado, duas décadas após seu surgimento como moeda internacional, o Dólar se tornou a unidade dominante para cotação de preços, faturamento de comércio e liquidação de transações em todo o mundo.

Para bancos centrais e governos estrangeiros, o Dólar era tão valioso quanto o ouro, uma vez que os Estados Unidos estavam prontos para vender ouro a um preço fixo de \$35 por onça. Os Artigos do Acordo do Fundo Monetário Internacional (FMI), o recém-criado administrador do sistema financeiro internacional, reconheceram o *status* único do Dólar, autorizando os países a definir suas taxas de câmbio em Dólares. Outros potenciais emissores de moedas internacionais careciam de mercados financeiros abertos, como a Alemanha, ou de estabilidade financeira, como a França. O Reino Unido não tinha nenhum dos dois. Assim, fora da Comunidade e Império Britânicos, o Dólar era efetivamente a única moeda internacional significativa. (Barry Eichengreen, 2011)

Os bancos centrais ainda podiam acumular ouro, mas a oferta de ouro recém-extraído era limitada. Além disso, a principal fonte desse metal era da União Soviética e da África do Sul, cuja compra de ouro subsidiava dois regimes desfavoráveis. Esses fatos colocavam o Dólar e os Estados Unidos em uma posição única. Consumidores e investidores americanos podiam adquirir bens e empresas estrangeiras sem que o governo precisasse se preocupar que os Dólares usados nessas compras fossem convertidos em ouro. Em vez disso, esses Dólares eram acumulados por bancos centrais, sendo a única fonte significativa de reservas internacionais adicionais. Isso permitiu que os Estados Unidos mantivessem um déficit no balanço de pagamentos "sem lágrimas", nas palavras do economista francês Jacques Rueff, conferindo ao país o privilégio exorbitante criticado pelo Ministro das Finanças o francês Valéry Giscard d'Estaing (VGC).

Esse privilégio pode ser exemplificado quando:

Um turista americano em Nova Délhi que pode pagar seu motorista de táxi em Dólares é poupado do inconveniente de ter que trocar dinheiro em seu hotel. O uso internacional generalizado do Dólar é, de forma semelhante, uma vantagem para os bancos e empresas americanas. Uma empresa alemã que exporta máquinas-ferramentas para a China e recebe o pagamento em Dólares incorre no custo adicional de converter esses Dólares em euros, a moeda que usa para pagar seus trabalhadores e comprar seus materiais. Não é o caso de um exportador americano de máquinas-ferramentas. Ao contrário das empresas de outros países, o produtor americano recebe o pagamento na mesma moeda, Dólares, que usa para pagar seus trabalhadores, fornecedores e acionistas. (Nossa tradução, Eichengreen, 2011, p. 3)

Da mesma forma, um banco suíço que aceita depósitos em Francos, mas faz empréstimos em Dólares, deve gerenciar o risco de câmbio, o que gera custos adicionais. Bancos americanos que fazem empréstimos e aceitam depósitos em Dólares não precisam incorrer nesse custo.

Um benefício controverso do *status* do Dólar, como moeda internacional, é que outros países forneçam recursos reais aos Estados Unidos para obter Dólares. Custa apenas alguns

centavos ao Bureau of Engraving and Printing produzir uma nota de \$100, mas outros países precisam fornecer \$100 em bens e serviços para obter uma. (Barry Eichengreen, 2011)

Além disso, bancos e empresas estrangeiras não só mantêm moeda americana, mas, também, títulos e bônus convenientes para transações internacionais e que rendem juros. Bancos centrais estrangeiros possuem cerca de \$5 trilhões em títulos do tesouro dos EUA e de agências quase governamentais como Fannie Mae e Freddie Mac. Isso permite que os EUA paguem juros menores sobre suas obrigações externas, sustentando seu déficit externo e permitindo que consumam mais do que produzem sem aumentar a dívida externa. (Barry Eichengreen, 2011)

Assim, para entender como se formulou a dominância que gerou esse privilégio primeiro, é importante explorar a falta de competição enfrentada pelos Estados Unidos na época para entender como essa dominância se consolidou. A falta de competitividade se deve aos desafios enfrentados pelas moedas nacionais do Reino Unido, França, Alemanha e Japão, as quais não estavam preparadas para competir com o Dólar.

Por razões históricas, a Libra Esterlina permaneceu como a principal rival do Dólar após a Segunda Guerra Mundial. A Commonwealth, o Império Britânico e outros membros da área da Libra Esterlina forneceram ao Reino Unido uma linha de crédito ilimitada durante a guerra, acumulando saldos que superavam as reservas em Dólares. Superficialmente isso sugeria que a Libra ainda era a principal moeda de reserva, mas muitos países mantinham a moeda apenas por causa dos controles britânicos. Após a guerra, os passivos externos líquidos da Grã-Bretanha eram quase seis vezes suas reservas de ouro e moeda estrangeira. Em 1946, os EUA exigiram a remoção dos controles cambiais britânicos como condição para um empréstimo, levando a uma crise quando a conversibilidade da conta corrente foi restaurada em 1947. A Grã-Bretanha foi forçada a reimpor controles cambiais, e as reservas em Dólares mais que triplicaram, demonstrando a preferência pelo Dólar. (Barry Eichengreen, 2011)

A França enfrentou um caos político e financeiro após a Primeira Guerra Mundial, agravado pelo conflito na Argélia. A Frente de Libertação Nacional Argelina lutou contra o exército francês e o Movimento Nacional Argelino, levando a massacres e tortura. Em 1958, uma crise política eclodiu quando oficiais dissidentes tomaram a Argélia e Corsica, planejando invadir Paris. Charles de Gaulle foi chamado de volta ao poder, recebendo poderes emergenciais para controlar a situação. A guerra custosa forçou o Banco da França a financiar o *déficit* do governo, levando a devoluções consecutivas do franco em 1957 e 1958, exacerbando a crise financeira e diminuindo a confiança internacional. (Barry Eichengreen, 2011)

A Alemanha era o único país europeu com um histórico de centro de reservas e sem problemas significativos de balanço de pagamentos. No entanto, as memórias da hiperinflação extrema que o país experimentou na primeira metade da década de 1920 ainda estavam frescas. Funcionários alemães reagiam de forma quase pavloviana ao menor sinal de inflação. (Barry Eichengreen, 2011)

O problema era que, cada vez que o Bundesbank, o recém-criado banco central da Alemanha Ocidental, apertava a política monetária para conter a inflação, as taxas de juros mais altas atraíam capital do exterior, afrouxando as condições de crédito e reacendendo os temores inflacionários. Para limitar os influxos, a Alemanha mantinha restrições à compra de instrumentos do mercado monetário por não residentes. Mesmo que os estrangeiros desejassem usar o Marco Alemão para transações internacionais, essas restrições os frustrariam. A Alemanha relaxou alguns de seus controles no final da década de 1950 e na década de 1960, mas os apertou novamente em abril de 1970 e maio de 1971, em resposta aos novos influxos de capital. Nada disso tornava o país atraente para estrangeiros fazerem negócios financeiros. (Barry Eichengreen, 2011)

Além disso, não havia concorrência de potências emergentes. No terceiro trimestre do século XX, o Japão se assemelhava à China atual, uma nação asiática crescendo três vezes mais rápido que os Estados Unidos. Nos anos 1970, o Japão havia se tornado a segunda maior economia do mundo. No entanto, o Iene, assim como o Renminbi atualmente, desempenhava um papel essencialmente doméstico. A Ásia vizinha, onde o Japão comprava matérias-primas e vendia produtos manufaturados, era um lugar óbvio onde o Iene poderia ser usado para cotar preços, liquidar transações e servir como reservas internacionais. Mas as memórias do colonialismo japonês e da brutalidade durante a guerra ainda não haviam desaparecido. Confiar no Iene não agradaria aos vizinhos, especialmente considerando que o mais importante deles, a China de Mao Tsé-Tung, estava comercial e financeiramente isolada do mundo. (Barry Eichengreen, 2011)

Mesmo que houvesse desejo de usar o Iene em transações internacionais, os formuladores de políticas japoneses desencorajariam essa prática. A prioridade deles era o crescimento liderado pelas exportações. Eles fomentaram a manufatura orientada para exportação usando uma taxa de câmbio hipercompetitiva e uma bateria de incentivos fiscais e subsídios. Eles mobilizaram o Banco de Exportação e Importação do Japão e o Banco de Desenvolvimento do Japão, juntamente com sua influência sobre outras instituições financeiras, para canalizar financiamento de investimento barato para indústrias exportadoras. (Barry Eichengreen, 2011)

A internacionalização do Iene teria minado essas políticas. Se os bancos pudessem retirar dinheiro do país livremente, poderiam escapar da orientação governamental para emprestar a produtores domésticos a taxas artificialmente baixas. Os mercados financeiros japoneses precisavam estar em compartimentos hermeticamente fechados do resto do mundo. Permitir que estrangeiros investissem no país, conforme necessário para o status de moeda de reserva, teria subvertido a estratégia de política industrial do Ministério do Comércio Internacional e Indústria (MITI). Além disso, permitir uma demanda estrangeira pelo Iene colocaria pressão de alta na taxa de câmbio, negando a subvalorização como uma ferramenta de desenvolvimento econômico. Para internacionalizar sua moeda, o Japão, assim como a China atualmente, teria que abandonar seu modelo de crescimento comprovado. (Barry Eichengreen, 2011)

Eventualmente, na década de 1980, o Japão tentou transformar Tóquio em um centro financeiro internacional e cultivar um papel internacional para o Iene. No entanto, suas reformas chamadas de *Big Bang*, que removeram restrições a transações financeiras domésticas e internacionais, não funcionaram como planejado. O *Big Bang* gerou um enorme *boom e bust* imobiliário, cujas consequências levaram anos para serem resolvidas. Como resultado, Tóquio nunca superou o *status* de centro financeiro de segunda linha. Esta é uma lição para os formuladores de políticas chineses que buscam transformar Xangai em um centro financeiro internacional e o Renminbi em uma moeda internacional, deve se ter cautela ao desregulamentar seus mercados financeiros, como será visto no capítulo seguinte. (Barry Eichengreen, 2011)

Após a Segunda Guerra Mundial, a falta de alternativas viáveis resultou em um sistema monetário internacional baseado no dólar. Outros países, como o Reino Unido, enfrentavam o desafio de limitar a capacidade dos EUA de manipular esse sistema em seu favor. A incapacidade dos concorrentes do dólar de manter fluxos de capitais pós-guerra sem prejudicar suas ambições econômicas foi um fator crucial. Os problemas que levaram às restrições de fluxo de capitais eram heterogêneos: no Reino Unido, houve fuga de capitais; na Alemanha, o excesso de entrada de capital causou inflação; e no Japão, prejudicou os projetos industriais do governo, dificultando um câmbio competitivo para exportação. (Barry Eichengreen, 2011)

Essa análise é valiosa na formação do modelo teórico proposto por este trabalho, pois revela um dos desafios práticos de uma moeda de reserva hegemônica: equilibrar as ambições globais com os projetos domésticos, neste caso, representados pelos efeitos colaterais do aumento do fluxo de capital.

Ainda que existissem desafios, esses não isentavam as nações do desconforto de ter um sistema financeiro global tão fortemente dependente do Dólar e, conseqüentemente, dos



Estados Unidos. Entre essas nações estava o Reino Unido, que a guerra havia levado à beira da extinção como nação independente, enfraquecendo substancialmente seu poder econômico e financeiro. Em sua posição fragilizada, os ingleses perceberam que, para limitar a capacidade dos Estados Unidos de manipular o sistema monetário internacional do pós-guerra em seu favor, precisariam recorrer ao campo das ideias, não na sua economia. Para tanto, recorreriam John Maynard Keynes, um dos mais influentes economistas da história moderna.

Em poucas semanas, Keynes apresentou um esquema para um banco central global que ele chamou de União de Compensação. Cada país receberia uma linha de crédito denominada em unidades contábeis chamadas "bancor". Os governos poderiam usar esses créditos para comprar importações. Os países seriam impedidos de manter déficits crônicos de balanço de pagamentos, pois seus créditos com a União de Compensação seriam limitados. Da mesma forma, seriam desencorajados a manter superávits crônicos, uma vez que teriam que entregar parte de qualquer *bancor* e moedas estrangeiras que ganhassem para a União de Compensação. Embora o Plano Keynes se referisse genericamente a países com superávits de balanço de pagamentos, todos sabiam que as taxas e penalidades estavam direcionadas especificamente aos Estados Unidos. (Barry Eichengreen, 2011)

Os negociadores americanos, liderados por Harry Dexter White, entenderam essa estratégia. Assim, White criou o seu plano para a reforma monetária, no qual ele começou a trabalhar após Pearl Harbor, substituía os impostos automáticos de Keynes apenas pela vaga possibilidade de sanções contra um país com superávits externos crônicos. Keynes havia proposto linhas de crédito de \$26 bilhões na União de Compensação - o equivalente hoje a \$16 trilhões. Os americanos temiam que esses recursos fossem todos usados para comprar bens dos EUA, forçando a América a efetivamente doá-los. White, portanto, reduziu os \$26 bilhões de Keynes para \$5 bilhões. (Barry Eichengreen, 2011)

O mais importante, o Plano White eliminava o *bancor*, propondo que o Fundo de Estabilização (nome dado por White à União de Compensação) emprestasse moedas nacionais depositadas pelos governos. Os Estados Unidos forneceriam a maior parte dos recursos do Fundo, refletindo seu peso na economia mundial.

Essas diferenças foram discutidas em negociações bilaterais, resultando em algo que se assemelhava mais à proposta americana, refletindo a alavancagem dos EUA e a falta dela por parte da Grã-Bretanha. Quando os negociadores americanos insistiram que os Artigos do Acordo do novo FMI incluíssem a expectativa de que os países removeriam restrições ao uso de suas moedas para importação e exportação em cinco anos, a Grã-Bretanha teve que concordar. Quando insistiram em eliminar o imposto de Keynes sobre superávits crônicos e em

acabar com o *bancor*, novamente não houve escolha. A principal concessão dos EUA foi aumentar os recursos totais do Fundo de \$5 bilhões para \$8,5 bilhões, ainda bem abaixo da proposta inicial de Keynes. A aprovação dos outros aliados e neutros foi obtida em julho de 1944, ao final de uma conferência exaustiva em Bretton Woods, New Hampshire. (Barry Eichengreen, 2011)

Nesse sistema não estava claro, contudo, como, dadas as limitações de crédito, os países obteriam os dólares necessários para financiar importações dos Estados Unidos. No final da Segunda Guerra Mundial, Europa e Japão precisavam desesperadamente de alimentos e combustíveis importados para a estabilidade social e de bens de capital para a reconstrução econômica. Por um tempo, os EUA forneceram esses recursos por meio da Administração de Socorro e Reconstrução das Nações Unidas e do empréstimo Anglo-Americano de 1946. No entanto, essas medidas de transição tinham duração limitada e ninguém sabia o que aconteceria quando expirassem. (Barry Eichengreen, 2011)

Os formuladores de políticas americanas presumiam que, com a reconstrução e a conversão das fábricas de armamentos de guerra para tempos de paz, Europa e Japão rapidamente recuperariam a capacidade de ganhar os dólares necessários para suas importações. Na prática, a reconversão levou tempo, e exportar manufaturados exigia primeiro importar os equipamentos e insumos necessários para produzi-los. (Barry Eichengreen, 2011)

As implicações eram alarmantes para a Europa, Japão e o sistema internacional. Países sem dinheiro poderiam recorrer a controles de câmbio e arranjos de compensação, como os usados pela Alemanha nos anos 1930. Se o fizessem, o sistema de comércio aberto, prioritário para os EUA, estaria em risco. E, do controle governamental das importações, poderia ser um pequeno passo para o controle da economia. (Barry Eichengreen, 2011)

Com a intensificação da Guerra Fria, esse risco tornou-se grande demais para os formuladores de políticas dos EUA. Eles responderam com o Plano Marshall para a Europa e o Plano Dodge para o Japão. O Plano Marshall absorveu 10% do orçamento federal em seu primeiro ano, sendo um ato extraordinário de generosidade, e Marshall, um cidadão-soldado exemplar, conduziu-o pelo Congresso. Dodge aplicou no Japão as lições aprendidas na Alemanha, financiando insumos importados necessários para que as exportações recomeçassem, evitando que os países recorressem ao escambo. (Barry Eichengreen, 2011)

Os Planos Marshall e Dodge salvaram o sistema de Bretton Woods e, por implicação, o papel internacional do Dólar. Alguns observadores referem-se ao sistema monetário internacional do pós-guerra como o "padrão Dólar de taxa fixa Marshall-Dodge". Para acumular reservas, os países precisam ter superávits comerciais ou o país emissor da moeda de reserva

deve emprestar e investir no exterior. Após hesitar, os EUA forneceram Dólares a outros países por meio dos Planos Marshall e Dodge. (Barry Eichengreen, 2011)

Hoje, a China, como os EUA na década de 1940, está acumulando superávits comerciais e incentivando o uso internacional de sua moeda. Para que outros países obtenham Renminbi, a China terá que emprestar e investir no exterior, algo que já se está começando a ver, indicando que os oficiais chineses entendem o cenário.

As potências derrotadas Alemanha e Japão foram as mais bem-sucedidas na exportação e acumulação de dólares. Negados de ambições políticas externas, concentraram-se no crescimento de suas economias. A Grã-Bretanha ainda tinha seu império. A França tinha a Argélia, que muitos franceses consideravam uma parte integral da nação. Ambos os países tinham compromissos no exterior que criavam encargos orçamentários, e ambos reclamavam da dificuldade de adquirir dólares para comprar bens estrangeiros. (Barry Eichengreen, 2011)

Nos anos 1940, podia-se argumentar que o imenso poder econômico dos EUA, combinado com a gravidade dos problemas econômicos do pós-guerra em outros países, tornava impossível para eles obterem Dólares sem a ajuda americana. Porém, nos anos 1950, a Alemanha demonstrou que, investindo e reduzindo custos, era possível reiniciar o motor de exportação e acumular todos os Dólares necessários. A França também conseguiu, eventualmente, ao desvalorizar o franco, equilibrar seu orçamento e se retirar da Argélia. O Reino Unido só conseguiu isso na década de 1980, com a chegada de Margaret Thatcher ao poder. (Barry Eichengreen, 2011)

O ponto é que, apesar de países em dificuldades como a Grã-Bretanha, ao final dos anos 1950 a escassez de Dólares havia acabado. Este não era um desenvolvimento inteiramente positivo. Os arranjos de Bretton Woods assumiam que o Dólar era tão bom quanto o ouro. O fato de que o estoque de Dólares detidos por estrangeiros agora estava prestes a exceder as reservas de ouro dos EUA representava uma ameaça ao sistema. Isso expunha os Estados Unidos a algo equivalente a uma corrida bancária, caso todos os detentores estrangeiros de Dólares corresse para trocar suas reservas por ouro no Tesouro dos EUA. Assim, as responsabilidades monetárias americanas com estrangeiros excederam as reservas de ouro dos EUA pela primeira vez em 1960. (Barry Eichengreen, 2011)

Esse problema evidenciou que havia uma falha óbvia em um sistema cuja operação dependia do compromisso dos EUA em fornecer dois ativos de reserva, ouro e dólares, ambos a um preço fixo, mas onde o fornecimento de um era elástico enquanto o do outro não era. O economista belga Robert Triffin havia alertado sobre esse problema em 1947, em um estudo para o Federal Reserve. O Dilema de Triffin era que, se os Estados Unidos se recusassem a

fornecer dólares a outros países, o comércio estagnaria e o crescimento seria sufocado. Mas, se fornecessem uma oferta ilimitada de dólares, lubrificando o crescimento e o comércio, a confiança no compromisso de convertê-los em ouro seria corroída. Eventualmente, haveria uma corrida às reservas de ouro dos EUA, destruindo a capacidade do país de manter o preço do ouro em \$35. Ou os EUA poderiam abandonar preventivamente sua obrigação de pagar o ouro a um preço fixo. De qualquer forma, o sistema dólar-ouro estava condenado. (Barry Eichengreen, 2011)

Há uma analogia clara entre a situação dos EUA e dos mercados emergentes como China e Índia no início do século XXI. As economias em rápido crescimento de hoje, assim como a Europa e o Japão nos anos 1960, acumulam Dólares, preocupando-se se os Dólares manterão seu valor e criando o risco de uma fuga desordenada, o que poderia desestabilizar os mercados financeiros. Na década de 1960, com outros países sem mercados financeiros profundos e líquidos abertos ao resto do mundo, o ouro era a única alternativa ao Dólar, mas estava em falta. Se os países cooperassem e concordassem em não converter Dólares em ouro, o sistema poderia ser preservado enquanto uma solução permanente fosse buscada. No entanto, havia um incentivo para converter Dólares em ouro enquanto os outros mostravam restrição, e essa possibilidade criava a tentação de não seguir o acordo.

Assim, com a necessidade de encontrar uma solução permanente para o problema, diversas tentativas foram feitas para salvar o sistema, entre elas a criação dos Direitos Especiais de Saque (SDRs), aprovados em agosto de 1967. Os SDRs, vinculados ao ouro, seriam aceitos em transações entre governos e com o FMI, mas não por entidades privadas. A emissão de SDRs exigia a aprovação de membros com 85% dos votos do FMI, o que limitou sua utilidade. A alteração nos Artigos do FMI foi formalizada em maio de 1968, e os SDRs foram ativados em janeiro de 1970, tarde demais para resolver os problemas de liquidez. (Barry Eichengreen, 2011)

Porém, apesar dos esforços, o Dólar continuava supervalorizado causando prejuízos econômicos para os Estados Unidos, tal como inflação. Diante disso, com a eleição de Richard Nixon em 1968, trouxe políticas mais unilaterais e inflacionárias. Nixon nomeou John Connally como Secretário do Tesouro, que adotou táticas agressivas para pressionar outros países a manterem Dólares. Em agosto de 1971, os EUA suspenderam a conversão de Dólares em ouro, culpando "especuladores internacionais", e introduziram um novo programa econômico com cortes de impostos e um congelamento de preços e salários por 90 dias, além de uma sobretaxa temporária de 10% sobre as importações. Essas medidas ainda foram seguidas por uma forte desvalorização do Dólar. (Barry Eichengreen, 2011)

Contudo, nem a desvalorização, nem a sobretaxa de importação, nem a inflação melhoraram a reputação do Dólar. Assim, houve-se previsões de que o Dólar perderia seu *status* dominante, em face do excesso de Dólar em reservas estrangeiras e as dificuldades em manter a convertibilidade ao ouro. Com a mudança para taxas de câmbio flexíveis em 1973, esperava-se que a demanda por reservas diminuísse. No entanto, a demanda por reservas permaneceu alta e não houve um afastamento do Dólar. Em 1977, o Dólar ainda representava cerca de 80% das reservas internacionais.

Nos anos 1970, a inflação subsequente e a crescente preocupação com a política monetária dos EUA levaram ao afastamento do Dólar. Durante a presidência de Carter, a inflação subiu anualmente, tornando a posse de Dólares menos atrativa. O Secretário do Tesouro, Michael Blumenthal, afirmou em 1977 que o Dólar estava sobrevalorizado, sugerindo uma depreciação, o que causou inquietação global. Quando a política de Blumenthal fez o Dólar enfraquecer, ele teve que tranquilizar o Oriente Médio de que o Dólar ainda era viável. A Europa, vendo suas moedas se valorizarem, criticou Blumenthal, que então reforçou seu compromisso com um Dólar forte. (Barry Eichengreen, 2011)

Arthur Burns, Presidente do Fed, foi sucedido por G. William Miller, que priorizava o crescimento do emprego e acreditava que a política monetária não deveria combater a inflação. Com a inflação acelerando em 1979, economistas pediram uma política monetária mais rígida, mas Miller resistiu, temendo prejudicar o crescimento do emprego. As críticas à política dos EUA aumentaram, com discussões sobre a possibilidade de precificar o petróleo em outra moeda. (Barry Eichengreen, 2011)

Em 1978, considerou-se criar uma Conta de Substituição no FMI para trocar reservas em Dólares por Direitos Especiais de Saque (SDRs). No entanto, a ideia fracassou devido à disputa sobre quem arcaria com as perdas se o Dólar depreciasse. O apoio à Conta de Substituição evaporou quando Paul Volcker substituiu Miller em agosto de 1979, adotando políticas monetárias rígidas que fortaleceram o Dólar. (Barry Eichengreen, 2011)

Nesses períodos turbulentos, apesar de levantar discussões sobre a perda do privilégio do Dólar, não houve migração significativa para outras moedas. O OPEP, por exemplo, considerou precificar o petróleo em uma cesta de moedas, mas não agiu. Apenas o Irã, devido à revolução e à crise dos reféns, alterou significativamente suas reservas. Entre 1977 e 1980, o principal motivo da queda da participação do Dólar nas reservas globais foi a valorização de outras moedas, e não a venda de Dólares por bancos centrais. A participação do Dólar, contudo, estabilizou-se após Volcker assumir o *FEDe* fortalecer a moeda. (Barry Eichengreen, 2011)

A contínua dominância do Dólar não foi surpreendente, considerando que os EUA ainda eram a maior economia e a principal nação comercial, com os mercados financeiros mais profundos. O Marco Alemão, principal rival, era a moeda de uma economia menor e não fornecia muitos títulos financeiros atrativos para investidores estrangeiros, devido à política de aprovação prévia para vendas de títulos a não residentes e às exigências de reservas em depósitos bancários estrangeiros para evitar inflação. Quando o Irã ameaçou converter suas reservas em Dólares para marcos em 1979, o Bundesbank desestimulou a ideia, temendo que os influxos de capital aumentassem a oferta monetária e a inflação. (Barry Eichengreen, 2011)

Outras opções, como a Libra Esterlina e o Franco Francês eram pouco atraentes devido a problemas econômicos e políticas restritivas. O novo competidor, o Iene japonês, teve sua importância limitada por um mercado de títulos pequeno e pela crise econômica e financeira do Japão nos anos 1990, alcançando um pico de 8% das reservas globais em 1991 antes de declinar. (Barry Eichengreen, 2011)

Em 1998, o economista do FMI George Tavlas observou que, apesar das discussões sobre um mundo tripolar yen-marco-Dólar, o Dólar ainda dominava as transações internacionais. Preços de petróleo e outras commodities eram cotados em Dólares, e dois terços dos empréstimos bancários internacionais eram denominados na moeda americana. (Barry Eichengreen, 2011)

Assim, mesmo frente a períodos de crise, e por falta de competidores viáveis o Dólar manteve sua hegemonia. Um grande teste foi a mudança para o câmbio flutuante implementada por Nixon, onde o ouro não mais sustentava a moeda, mas sim a segurança econômica do Dólar e da economia americana. Ao longo desse tópico, ainda, é possível ver como a segurança das moedas e a facilidade no fluxo de capitais, dois dos fatores que estão sendo foco da presente análise, atuam na manutenção do Dólar como moeda de reserva hegemônica.

Este estudo e os fatos aqui narrados mostram que, sem a segurança que provia força da economia americana e as reformas sucessivas que retornavam à estabilidade, o Dólar não teria condições de superar suas crises de credibilidade e se manter como moeda hegemônica. Da mesma forma, o excesso de restrições aos fluxos de capitais em economias com moedas que poderiam desafiar a posição hegemônica do Dólar impediu a criação de concorrentes viáveis.

Diante disso, observa-se como os aspectos econômicos, históricos e políticos influenciam a dominância de uma moeda de reserva. No entanto, essa análise pode ser enriquecida ao considerar as características jurídicas que cercam as moedas. Portanto, no próximo capítulo, explorar-se-á como a regulação econômica pelos órgãos governamentais americanos afeta a dominância do Dólar como moeda de reserva.

### 3.3 IMPACTO DAS NORMATIVAS

Uma das principais características do Dólar no aspecto normativo é como os mercados financeiros americanos tem regulamentação que facilita o desenvolvimento desses mercados. Essa liberdade que possuem as instituições financeira pode ser vista como um componente que facilita a liquidez, o fluxo de capitais e a segurança do Dólar, uma vez que da estabilidade:

A estabilidade é o sine qua non de uma moeda amplamente utilizada em transações internacionais. Seja como meio de pagamento, unidade de conta ou reserva de valor, a estabilidade de uma moeda é a primeira coisa que exportadores, importadores e investidores observam. Nada pode prejudicar mais seriamente a consideração em que uma moeda é mantida do que uma crise financeira em grande escala que, é claro, foi precisamente o que os Estados Unidos experimentaram em 2008-2009. (Nossa tradução, Eichengreen, 2011, p. 97)

Porém, com a Crise Financeira Global, em 2008, viu-se que os justamente a falta de regulação, entendida como excesso de liberdade por parte dos bancos, foi o que ensejou a crise. Dessa maneira, no presente tópico, será explorado como o perfil regulatório das instituições econômicas dos EUA levaram a um campo que desfavoreceu a hegemonia do Dólar como moeda de reserva. Assim, ao ver tais aspectos, acionar-se-á mais um componente ao modelo teórico que se propõe a esse trabalho.

Uma das práticas mal regulamentadas era a emissão de títulos. Tal emissão funcionava da seguinte maneira: os bancos terceirizaram a originação de contratos de hipoteca para corretores especializados, muitas vezes pouco qualificados e sem responsabilidade fiduciária para com os proprietários, seus supostos clientes. Os corretores, sem sofrer consequências financeiras, repassavam as hipotecas para os bancos após receberem suas comissões. (Barry Eichengreen, 2011)

Os bancos, por sua vez, transformavam esses contratos em títulos lastreados em hipotecas residenciais e os vendiam a outros bancos, fundos de pensão, fundos mútuos e outros investidores. Esses títulos eram repaginados como obrigações de dívida colateralizadas (CDOs), divididas em diferentes tranches, onde as tranches seniores recebiam os pagamentos primeiro, seguidas pelas tranches mezzanine e, por último, as tranches de “equity”. O processo incluía CDOs formados a partir de outros CDOs, criando um sistema de risco complexo e disfarçado. (Barry Eichengreen, 2011)

Os bancos de investimento alegavam que este sistema separava e distribuía riscos de forma eficiente, mas a realidade era outra. Esse processo disfarçava os riscos, transferindo-os de investidores com maior tolerância ao risco para aqueles com menor tolerância, como fundos

de pensão que desconheciam a verdadeira natureza dos ativos adquiridos. Na época, a comunidade de investidores não compreendia plenamente os riscos, e os bancos de investimento não eram obrigados a divulgar essas informações devido à falta de regulamentação. (Barry Eichengreen, 2011)

Além disso, as agências de classificação de risco, como a Standard & Poor's e a Moody's, desempenharam um papel crucial. Elas não apenas classificavam os CDOs, mas também aconselhavam sobre como estruturá-los para obter classificações AAA, ganhando taxas substanciais por isso. A falta de transparência e os possíveis conflitos de interesse levantam questões sobre a imparcialidade dessas agências. (Barry Eichengreen, 2011)

Os bancos frequentemente mantinham as tranches de equity em seus próprios balanços, limitando a expansão do negócio. Para resolver isso, recorreram a seguros, os credit default swaps, que transferiam o risco de inadimplência para outra entidade, principalmente a American International Group (AIG), que estava subcapitalizada e operava sem supervisão regulatória adequada. (Barry Eichengreen, 2011)

Investidores espertos, incluindo os próprios bancos de investimento, sabiam dos riscos de manter as tranches de equity. Antecipando perdas, eles aumentaram seus balanços através do uso de fundos emprestados, elevando significativamente a alavancagem. Isso permitiu que mantivessem suas margens de lucro, mas também aumentou o risco sistêmico. (Barry Eichengreen, 2011)

Outras instituições financeiras também aumentaram sua alavancagem, impulsionadas pelo crescimento do mercado de dinheiro no atacado, onde podiam obter grandes somas por curtos períodos. A disposição dos reguladores em ignorar esses riscos agravou a situação. Em particular, os bancos de investimento, que antes arriscavam apenas o dinheiro dos seus parceiros, passaram a arriscar o dinheiro dos outros, enquanto seus veículos de propósito específico ficavam fora do alcance regulatório. (Barry Eichengreen, 2011)

Essa combinação de falta de supervisão, conflitos de interesse e aumento da alavancagem foi um fator determinante para a crise financeira que se desenrolou em 2008 e 2009.

Nesse contexto, mesmo os bancos comerciais foram autorizados a aumentar sua alavancagem. A prática regulatória padrão exigia que um banco comercial mantivesse um capital principal, ou seja, os fundos dos seus acionistas, igual a 8% dos investimentos do banco como uma almofada contra perdas. No entanto, os reguladores permitiram que os bancos substituíssem instrumentos menos líquidos pelo capital comum dos acionistas. Os bancos comerciais puderam substituir esses instrumentos por instrumentos híbridos e dívidas



subordinadas, que pagam aos seus detentores apenas antes dos acionistas, mas depois de outros credores. Esses instrumentos, menos líquidos, eram conhecidos como "capital de Nível 2", diferenciando-se dos fundos dos acionistas do banco, chamados de "capital de Nível 1". Sob o Acordo de Basileia, assinado pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, os bancos puderam manter apenas 2% de capital comum como uma parcela dos ativos ponderados pelo risco. (Barry Eichengreen, 2011)

Como resultado, os bancos comerciais tinham menos capital para se proteger contra perdas. Eles possuíam menos reservas para pagar suas dívidas em caso de problemas. Os reguladores ignoraram essa situação, comprando a ideia de que os bancos agora eram capazes de gerenciar seus riscos de forma mais eficiente, justificando a substituição de formas de capital mais baratas e menos líquidas. Modelos internos de risco das atividades dos bancos e, onde esses bancos eram muito pequenos ou "atrasados" para possuí-los, classificações de crédito comerciais foram usadas para categorizar ativos em diferentes grupos de risco. (Barry Eichengreen, 2011)

A distinção entre capital de Nível 1 e Nível 2 foi incorporada no Acordo de Basileia sobre adequação de capital, assinado pelos países financeiramente avançados em 1988. Isso sugere que essas tendências já estavam em andamento há algum tempo e não eram exclusivas dos Estados Unidos. De fato, muitas dessas tendências, desde a alavancagem excessiva até a tendência dos reguladores de concordarem com os argumentos dos regulados, afetaram os bancos e sistemas financeiros de outros países, como Alemanha e Reino Unido. Para os bancos europeus, o modelo americano de minimizar o capital e usar altos níveis de alavancagem era algo a ser imitado, não desprezado. Em última análise, essas tendências globais comuns produziram uma crise global comum. (Barry Eichengreen, 2011)

Essa máquina de securitização, quase tão complexa quanto os títulos que emitia, tinha um apetite voraz por combustível. Com a alavancagem aumentando, portfólios se expandindo e investidores buscando maiores retornos, ela exigia grandes quantidades de títulos de alto rendimento. Isso, por sua vez, incentivava a criação de mais CDOs e títulos lastreados em hipotecas residenciais, o que incentivava a originação de mais hipotecas. Os bancos afrouxaram seus padrões de crédito e documentação, e os corretores de hipotecas buscaram mutuários de menor qualidade de crédito. Era uma dança elaborada, embora nem todos os participantes estivessem cientes dos movimentos de seus parceiros. (Barry Eichengreen, 2011)

O rápido crescimento das hipotecas subprime envolveu mais do que essa manipulação financeira, mas o modelo de originação e distribuição, e os incentivos perversos que ele criou, foram fatores importantes na crise subprime, que evoluiu para a mais grave crise de crédito

global em 80 anos. E o que permitiu que todos os envolvidos agissem com esses incentivos foi a regulamentação inadequada. (Barry Eichengreen, 2011)

Uma vez que os dominós estavam alinhados, bastava derrubar um para que todos caíssem. O primeiro dominó foi o mercado de imóveis residenciais, que atingiu seu pico em 2006. O segundo, a partir de 2007, foram as perdas de fundos de investimento especializados em títulos complexos lastreados por hipotecas subprime. À medida que os preços dos CDOs caíam, os investidores recebiam chamadas de margem e eram forçados a vender outros títulos. As quedas nos preços desses títulos forçavam ainda mais investidores a vender. Logo, uma liquidação em massa estava em andamento. (Barry Eichengreen, 2011)

Conscientes dos riscos, os bancos retraíram suas operações. Nas partes do sistema financeiro onde a alavancagem era maior, a desalavancagem ocorreu com vingança. As instituições financeiras que mais dependiam do mercado de atacado, como o Bear Stearns, encontraram-se incapazes de atender às chamadas de margem. (Barry Eichengreen, 2011)

Diante da incerteza extraordinária, os consumidores pararam de gastar, mergulhando a economia em queda livre e causando problemas para os bancos em empréstimos e investimentos anteriormente sólidos. Os reguladores, finalmente despertados, responderam de forma imprevisível ao decidir quem salvar (AIG) e quem sacrificar (Lehman Brothers). Nos últimos meses de 2008, a situação se deteriorou em uma crise financeira total, preparando o palco para a recessão mais profunda desde a Segunda Guerra Mundial. (Barry Eichengreen, 2011)

Os principais atores no período que antecedeu a crise eram firmes defensores de deixar os mercados funcionarem. Em particular, eles acreditavam em deixar os mercados de derivativos funcionarem, baseando-se na ideia de que eram mecanismos eficientes para redistribuir riscos. Larry Summers, então Secretário do Tesouro durante os anos Clinton, acreditava que os derivativos serviam para alocar riscos de forma eficiente, permitindo que cada pessoa assumisse tanto risco quanto desejasse. Robert Rubin, seu predecessor, compartilhava dessa visão, apesar de sua experiência anterior com problemas na divisão de renda fixa da Goldman Sachs, que lidava com títulos hipotecários e futuros. (Barry Eichengreen, 2011)

Rubin, Summers e o Presidente do *Fed*, Alan Greenspan, se opuseram às medidas de regulamentação do comércio de derivativos propostas por Brooksley Born, chefe da Comissão de Negociação de Futuros de Commodities (CFTC). Born, uma advogada determinada, propôs um "documento conceitual" identificando os riscos dos derivativos financeiros não regulamentados e esboçando um quadro para regulá-los. Isso provocou uma reação furiosa de Greenspan, Rubin e Summers, que viam isso como o início de uma regulamentação mais ampla.

Eles apoiavam apenas a criação de uma câmara de compensação para transações de derivativos, e mesmo assim, de forma voluntária. (Barry Eichengreen, 2011)

Os subsequentes secretários do Tesouro, Paul O'Neill e John Snow, vindos do setor empresarial, não estavam inclinados a perturbar o status quo. Henry Paulson, também vindo da Goldman Sachs, não era um defensor da regulamentação rigorosa. Alan Greenspan, com grande responsabilidade pela supervisão das instituições financeiras, acreditava firmemente que os mercados sabiam o que era melhor. Ele se opôs à regulamentação dos derivativos em diversas ocasiões, até mudar de opinião em outubro de 2008, reconhecendo a necessidade de regulamentação. (Barry Eichengreen, 2011)

Seu sucessor, Ben Bernanke, um estudioso da Grande Depressão, poderia ter mantido uma visão diferente. No entanto, foi difícil abandonar a partitura de Greenspan, especialmente quando a comunidade de investimentos estava desfrutando de retornos saudáveis. Outras agências reguladoras também viram seus orçamentos e recursos humanos reduzidos pelo Presidente George W. Bush, que acreditava que a regulamentação era o problema, não a solução. (Barry Eichengreen, 2011)

A violência com que a crise se desenrolou foi sem precedentes, levando investidores a perdas significativas e desacreditando a capacidade dos EUA de originar ativos financeiros de alta qualidade. A dúvida sobre o futuro do dólar como moeda de reserva cresceu, mas sua posição foi mantida, em grande parte, devido à falta de alternativas viáveis. (Barry Eichengreen, 2011)

Essa análise, além disso, mostra que a combinação de falta de regulamentação, conflitos de interesse e excesso de confiança por parte dos entes governamentais foram componentes cruciais para causar uma crise que não apenas abalou economias ao redor do mundo, mas também ameaçou a percepção de segurança dos ativos denominados em Dólar. Esse fato revela um componente central do aspecto normativo: ao mesmo tempo que a regulamentação pode ser um indutor da internacionalização das moedas, como foi a criação do *FED* e sua atuação no desenvolvimento do mercado de *acceptances*, ela também pode prejudicar a confiança em uma moeda. No caso da crise de 2008, a falta de um mercado suficientemente transparente e com níveis de risco aceitáveis ameaçou a estabilidade da ordem econômica global.

Essa análise normativa é ainda mais fundamental quando se discute a posição do Renminbi para ser moeda de reserva, uma vez que justamente o excesso de controle de fluxo de capitais e o limite a convertibilidade são os fatores que mais previnem os ativos em Renminbi tornar-se hegemônico como moeda de reserva.

Conforme discutido ao longo deste capítulo, o Dólar se estabeleceu como a moeda de reserva global devido a um conjunto de fatores históricos, econômicos e normativos. O processo de internacionalização do Dólar começou com marcos históricos significativos, incluindo a criação do Federal Reserve e o desenvolvimento do mercado de *acceptances*, que estabeleceram as bases para um mercado financeiro robusto e líquido. Economicamente, a hegemonia do Dólar foi consolidada no período pós-Segunda Guerra Mundial, quando os Estados Unidos emergiram como a principal potência econômica, com uma economia forte e mercados financeiros profundos, além da ausência de competidores viáveis. Adicionalmente, a capacidade do Dólar de servir como uma unidade de conta confiável e um meio de troca eficiente nas transações internacionais contribuiu para sua dominância. No entanto, desafios normativos, como a Crise Financeira Global de 2008, mostraram que a falta de regulamentação adequada pode minar a confiança nos mercados financeiros e na moeda de reserva.

Portanto, o Dólar é a moeda de reserva porque, ao longo da construção da dominância político-econômica dos EUA, a criação de uma moeda de reserva hegemônica foi catalisadora para os interesses nacionais. O desenvolvimento de mercados financeiros maduros e líquidos foi essencial para aumentar o comércio exterior americano. O aumento do fluxo de capitais foi uma consequência lógica das iniciativas dos planos Marshall e Dodge, que, por sua vez, eram considerados vitais para a indústria e a segurança dos Estados Unidos. A segurança desses mercados, que levava as economias mundiais a confiarem suas reservas em títulos americanos, era valorizada, tanto pela política interna quanto externa. Além disso, o privilégio exorbitante conferido aos Estados Unidos como emissor da moeda de reserva global proporcionava um padrão de vida único para os cidadãos americanos. Em síntese, o Dólar é a moeda de reserva porque os Estados Unidos, a maior economia do mundo, precisam que o Dólar mantenha esse *status* para preservar seu padrão de vida interno e hegemonia global. Dessa maneira, manutenção desse *status* não é apenas de interesse da sociedade americana, mas é fundamental para sua estrutura social.

No próximo capítulo, porém, será possível ver que o caso do Renminbi, apesar de apresentar similaridades, revela uma faceta diferente dessa problemática. Ao examinar a posição do Renminbi, percebe-se que a constituição de uma moeda de reserva, ao contrário do Dólar, pode conflitar com certos interesses nacionais. Dessa forma, como mencionado anteriormente, algumas regulamentações podem ser impostas para que esse processo seja controlado e, propositalmente, menos acelerado e mais progressivo.

## 4A TRAJETÓRIA DO RENMINBI

Após a conceituação global e o estudo de caso do Dólar como moeda de reserva, é pertinente analisar o caso do Renminbi (RMB), a principal moeda que atualmente desafia o Dólar nessa posição. Essa competição é impulsionada pela significativa proeminência da economia chinesa, que é a segunda maior do mundo e apresenta projeções de superar os Estados Unidos, alcançando o primeiro lugar. Portanto, essa análise é fundamental para o modelo teórico proposto neste trabalho. Para tanto, utilizando as lições da obra “Gaining Capital” de Eswar S. Prasad, utilizar-se-á o caso do RMB para aplicar na prática os conceitos previamente estudados, além de considerar os aspectos específicos que caracterizam o Renminbi.

A relevância dessa análise é amplificada pelo fato de que o caso do Renminbi (RMB) permite observar de maneira clara a influência do poder normativo em uma moeda de reserva, aspecto central para a construção do modelo jurídico proposto neste trabalho. Com isso em mente, a análise será estruturada em três etapas. Primeiramente, será apresentada uma análise histórica que delineará o surgimento do RMB como moeda, incluindo uma definição de sua nomenclatura. Em seguida, será realizada uma análise das restrições aos fluxos de capitais e sua evolução ao longo do tempo. Por fim, serão examinadas as restrições normativas à convertibilidade da moeda e como essas afetam a liquidez e a percepção de segurança do Renminbi.

Por fim, ao término deste capítulo, será possível compreender quais condições atuais o RMB possui para se tornar a moeda de reserva hegemônica, bem como os desafios enfrentados nesse processo. Além disso, será construído mais um pilar no modelo teórico almejado por este trabalho. Ao estudar uma moeda de reserva em processo de internacionalização, ao contrário do Dólar que já é dominante, será possível estabelecer um conjunto de pré-requisitos e condições para uma moeda de reserva.

### 4.1 SURGIMENTO DO RENINMBI E NOMENCLATURA

Assim, em primeiro lugar há que se estudar a história do dinheiro na China e como surgiu o RMB. A China foi pioneira no uso de papel-moeda, uma inovação lógica dada a invenção do papel durante a dinastia Han (206 a.C.–220 d.C.). Cai Lun, um eunuco da corte imperial, é creditado com a invenção do papel por volta de 105 d.C., desenvolvendo uma técnica que permitiu a produção em massa. Inovações como a impressão em blocos de madeira e a tipografia móvel, desenvolvidas durante as dinastias Tang (618–907 d.C.) e Song (960–1279

d.C.), foram fundamentais para a produção de papel-moeda em grandes quantidades. (Eswar S. Prasad, 2017)

Na dinastia Tang, a China começou a usar uma forma rudimentar de papel-moeda conhecida como Fei Qian, ou “dinheiro voador”, que funcionava como certificados de depósito emitidos para comerciantes. Esses certificados eram negociáveis, mas de circulação limitada. Durante a dinastia Song, o papel-moeda tornou-se amplamente utilizado. No início dessa dinastia, moedas de bronze eram a principal forma de dinheiro, mas a expansão do comércio e a crescente prosperidade tornaram impraticável o uso dessas moedas pesadas. Por volta do século X, um tipo de nota bancária chamada Jiao Zi apareceu em Chengdu, na província de Sichuan, semelhante aos certificados de depósito da dinastia Tang. A crescente demanda por moeda levou à emissão de Hui Zi, papel-moeda emitido exclusivamente pelo governo Song a partir de 1160. O governo estabeleceu fábricas para produzir papel-moeda, como a de Hangzhou, que empregava mais de mil trabalhadores em 1175. (Eswar S. Prasad, 2017)

O governo Song proibiu a emissão privada de moeda, alegando que apenas o governo poderia garantir um fornecimento confiável e uma moeda estável. Essa decisão gerou controvérsia, refletindo debates antigos da dinastia Han sobre o papel do estado na emissão de moeda. Durante a era Han, debates conhecidos como “Debates sobre Sal e Ferro” focaram-se no papel do estado em relação ao setor privado na gestão da economia. Muitos estudiosos confucionistas defendiam que o monopólio estatal sobre a cunhagem de moeda deveria ser evitado para prevenir a desvalorização impune da moeda pelo estado. Eles argumentavam que o mercado obrigaria os emissores privados a manterem o valor da moeda. Por outro lado, funcionários do governo e outros estudiosos defendiam que o monopólio estatal era essencial para uma moeda sólida e a prosperidade econômica. Sima Qian, um historiador defensor do *laissez-faire*, também argumentava que a emissão de moeda deveria ser prerrogativa do governo para evitar manipulações de valor. (Eswar S. Prasad, 2017)

Durante a dinastia Song, esses debates foram revividos. O governo ignorou as preocupações sobre seu monopólio de papel-moeda, afirmando que apenas ele poderia garantir uma proporção estável de valor entre a moeda metálica e a de papel. A instabilidade monetária decorrente da escassez de moedas de bronze e da proliferação de papel-moeda enfraqueceu a corte Song, agravada por conflitos com tribos Jurchen. As preocupações dos estudiosos confucionistas e dos intelectuais da era Song sobre a desvalorização da moeda se concretizaram. A dinastia Song terminou com a ascensão de Kublai Khan e o estabelecimento da dinastia Yuan. (Eswar S. Prasad, 2017)

Na dinastia Ming, notas emitidas traziam a inscrição “Da Ming Tong Xing Bao Chao” e ameaças de morte a falsificadores. A dinastia Qing resistiu à emissão de papel-moeda até 1853, durante a Rebelião de Tai Ping. Durante a Segunda Guerra do Ópio, governos estrangeiros emitiram suas próprias notas na China. Posteriormente, o imperador Guang Xu criou o Banco Comercial da China em 1897 e, em 1905, o Banco do Governo Ta-Ching, que trouxe breve estabilidade monetária ao país. (Eswar S. Prasad, 2017)

A revolução de 1911, que derrubou a dinastia Qing foi seguida por um longo período de turbulência na China. Governos provinciais e instituições financeiras emitiram diversas moedas de papel com aceitação limitada. Em 1912, o Partido Nacionalista Chinês (Kuomintang), sob a liderança de Sun Yat-sen, tornou-se um partido político viável. Após a morte de Sun em 1925, Chiang Kai-shek assumiu a liderança e, em 1928, conseguiu controlar a maioria dos senhores da guerra regionais e o Partido Comunista, trazendo grande parte da China sob seu governo. Em novembro de 1928, o Kuomintang estabeleceu o Banco Central da China, com sede em Xangai, autorizado a emitir moedas e notas bancárias, realizar transações cambiais e emitir títulos do governo. Diversas outras moedas privadas e estatais circulavam lado a lado, respaldadas por reservas de prata. (Eswar S. Prasad, 2017)

Em novembro de 1935, o Kuomintang implementou a “Reforma Fa Bi”, retirando a China do padrão prata e decretando que apenas três bancos poderiam emitir Fa Bi (moeda legal): o Banco Central da China, o Banco da China e o Banco de Comunicações. O Banco de Agricultura foi adicionado posteriormente. A moeda foi tornada totalmente conversível em Libras Esterlinas britânicas e Dólares americanos para promover a confiança. (Eswar S. Prasad, 2017)

O Japão, que havia invadido a Manchúria em 1931, começou a anexar territórios chineses. Em 1938, os japoneses estabeleceram o Banco de Reserva da China, que começou a emitir sua própria moeda para competir com o Fa Bi. A convertibilidade do Fa Bi do Kuomintang tornava-os mais amplamente aceitos, mas o Japão decretou que o Fa Bi deveria ser trocado por notas do Banco de Reserva nos territórios ocupados. Com a intensificação do conflito com o Japão, o governo do Kuomintang começou a imprimir dinheiro indiscriminadamente para financiar despesas militares, resultando em hiperinflação. Em 1948, o governo do Kuomintang emitiu notas de yuan de ouro, lastreadas em ouro, mas a falta de disciplina monetária levou à rápida desvalorização dessas notas. (Eswar S. Prasad, 2017)

Após a rendição do Japão, a trégua entre os Nacionalistas e os Comunistas foi breve, e a guerra civil irrompeu em 1946. Com maior apoio popular e melhor organização militar, os Comunistas começaram a ganhar vantagem. À medida que o controle comunista se espalhava,

uma nova moeda, denominada em yuan, foi introduzida. Em 1º de dezembro de 1948, o Partido Comunista criou o Banco Popular da China (PBC) para gerenciar a política monetária do país. O PBC foi formado pela fusão de três bancos: Banco Beihai, Banco da China do Norte e Banco dos Camponeses do Noroeste, com sede inicial em ShiJiaZhuang, Hebei. (Eswar S. Prasad, 2017)

Logo após sua criação, o PBC começou a emitir sua própria moeda, denominada Renminbi, que significa “dinheiro do povo”. O PBC proibiu a circulação de moedas estrangeiras, ouro e prata, retirando de circulação várias notas emitidas durante o governo do Kuomintang e por outras províncias. Após a fundação da República Popular da China em outubro de 1949, o Renminbi tornou-se a única moeda legal da China. (Eswar S. Prasad, 2017)

Na inauguração da República Popular da China em 1949, Mao Zedong se recusou a ter seu retrato nas notas do RMB, afirmando que o “Renminbi pertence a toda a nação” e que ele era Presidente do Partido Comunista, não do governo. A primeira série de moedas chinesas consistia em denominações de 1 yuan até 50.000 yuan, tornando-se difíceis de usar no dia a dia. Em 1955, o novo yuan, conhecido oficialmente como yuan RMB, foi introduzido na taxa de 10.000 yuan antigos = 1 yuan novo. Essa ainda é a moeda da China hoje. Um yuan é dividido em 10 jiao, e 1 jiao é dividido em 10 fen. A menor denominação do yuan é 1 fen, equivalente ao centavo na China. (Eswar S. Prasad, 2017)

A segunda série de moedas consistia em denominações de 1 fen até 10 yuan. As notas exibiam “Banco Popular da China” na frente e a denominação em mongol, tibetano e uigur no verso. A língua Zhuang foi adicionada na terceira série, emitida a partir de 1962. Em 1987, foi introduzida a quarta série de notas, mostrando diversas imagens. A nota de 5 yuan exibia uma mulher tibetana e um homem muçulmano. A nota de 50 yuan apresentava imagens de um intelectual, um fazendeiro e um operário industrial. A nota de 100 yuan trazia perfis de quatro ex-líderes chineses: Mao Zedong, Zhou Enlai, Liu Shaoqi e Zhu De. (Eswar S. Prasad, 2017)

Em outubro de 1999, durante as comemorações do cinquentenário da República Popular da China, o Banco Popular da China emitiu a quinta série de notas, com a imagem icônica de Mao Zedong em todas as denominações para desencorajar falsificações devido ao amplo reconhecimento de sua imagem. (Eswar S. Prasad, 2017)

Hoje em dia, a moeda chinesa é discutida não apenas nas páginas financeiras, mas, também, em outras seções dos jornais diários e nos programas de notícias na televisão. É comum ouvir as pessoas referirem-se à moeda como Renminbi e outras como yuan. Os termos são frequentemente usados de forma intercambiável, mas não significam exatamente a mesma



coisa. Renminbi, que literalmente significa “dinheiro do povo”, é o nome da moeda, enquanto yuan é a unidade de conta para cotação de preços. Por exemplo:

Se você estiver no mercado de pérolas Hong Qiao em Pequim e se encontrar preso por um vendedor agressivo no segundo andar, lhe será oferecida, em inglês quebrado, uma bolsa Coach 'genuína' por apenas 1.000 yuans (aproximadamente 160 Dólares americanos). Se você se afastar e for para as lojas de pérolas no terceiro andar, um destino de compras favorito para estrangeiros, seu ansioso vendedor rapidamente reduzirá o preço para 300 yuans—um preço especial 'só para você.' É improvável que você ouça a palavra Renminbi. (Nossa tradução, Prasad, 2017, p. 1)

Da mesma forma, no Reino Unido, a moeda é formalmente chamada de “Libra Esterlina”, mas nas transações cotidianas, as pessoas se referem a “Libras”. Algumas pessoas escrevem quantias em moeda chinesa como “RMB 100 milhões de yuan”, o que é redundante. Além disso, no uso coloquial, kuai é frequentemente usado em vez de yuan, similar ao uso de “bucks” para Dólares nos EUA. (Eswar S. Prasad, 2017)

A confusão sobre o nome da moeda é alimentada pela mídia popular. O Wall Street Journal e serviços de notícias como Bloomberg e Reuters geralmente usam o termo yuan ao se referirem à moeda chinesa. O guia de estilo do The New York Times sugere referir-se à moeda simplesmente como “a moeda da China” em referências passageiras e usar Renminbi quando necessário, reservando yuan para citações ou artigos com múltiplas referências. Já o guia de estilo da revista The Economist prefere o uso de yuan, enquanto o Financial Times favorece Renminbi por uma razão de seis para um. (Eswar S. Prasad, 2017)

Diferentemente do Renminbi, o Dólar é apenas “Dólar”, embora haja vários tipos de Dólares, como o australiano e o canadense. No entanto, outros países não usam Renminbi ou yuan como nome de sua moeda. (Eswar S. Prasad, 2017)

Assim, compreendendo a origem do Renminbi, sua nomenclatura e o próprio sistema financeiro chinês, é possível avançar para a análise de como regulamentações em áreas específicas afetam a pretensão de hegemonia do Renminbi.

## 4.2 RESTRIÇÕES AOS FLUXO DE CAPITAIS

Um ponto importante para entender o potencial do RMB em ser a moeda hegemônica são as restrições aos fluxos de capitais que podem ser medidos pela abertura da conta de capital. Este termo se refere ao grau em que os fluxos de entrada e saída de capital financeiro, intermediados por transações envolvendo o RMB de um lado e várias moedas estrangeiras do outro, são restritos. Um país sem restrições aos fluxos de capital transfronteiriços é considerado

como tendo uma conta de capital totalmente aberta. Por essa definição, a maioria das economias avançadas operam contas de capital abertas há pelo menos duas ou três décadas. Em contraste, as economias emergentes, em sua maioria, não o fazem. No entanto, essa situação está mudando rapidamente, e muitas dessas economias agora possuem contas de capital relativamente abertas. Importante notar que as duas principais economias que continuam a impor controles significativos de capital são a China e a Índia. (Eswar S. Prasad, 2017)

Formalmente, a China ainda impõe várias restrições ao fluxo livre de capital por meio de suas fronteiras. O guardião da conta de capital da China é a Administração Estatal de Câmbio (SAFE), um braço do Banco Popular da China (PBC). De 2009 a 2015, o SAFE foi chefiado por Yi Gang, um especialista em política monetária que agora é vice-governador do PBC. Sob sua orientação, a conta de capital da China tornou-se progressivamente mais aberta. O processo continuou sob a liderança de Pan Gongsheng, o novo chefe do SAFE desde janeiro de 2016 e, também, do Vice-Governador do PBC. A China conduziu esse processo de maneira única, dificultando a interpretação dos resultados usando apenas métricas convencionais. (Eswar S. Prasad, 2017)

Dois fatores determinam a quão aberta é a conta de capital de um país para entradas e saídas. O primeiro está relacionado aos requisitos legais sobre os fluxos, que podem variar desde simples obrigações de registro ou relatório até restrições mais severas sobre certos tipos de fluxos, conhecidos como controles de capital. Por exemplo, visitantes ou cidadãos que entram nos EUA, vindos do exterior, devem declarar na fronteira se estão transportando \$10.000 ou mais em dinheiro. Este é um requisito administrativo de relatório. Em contraste, um controle de capital se aplica, por exemplo, quando a China restringe investimentos estrangeiros em seus mercados de ações ou quando a Índia restringe a compra de empresas domésticas por investidores estrangeiros em certos setores ou impede esses investidores de criar novas empresas nesses setores. (Eswar S. Prasad, 2017)

O segundo fator que determina a abertura da conta de capital é menos sobre regulamentações e mais sobre a realidade prática. Embora possam existir controles de capital formais nos registros, a rigidez da aplicação pode variar, e quão rigorosamente tais controles são aplicados afeta se o capital se move mais ou menos livremente por meio das fronteiras. Por outro lado, a rigidez dos controles de capital conta apenas parte da história. Um país pode ter uma conta de capital totalmente aberta, mas os investidores estrangeiros, apesar da falta de restrições, podem não ter interesse nesse país, talvez devido à instabilidade política ou uma economia volátil. Portanto, para compreender plenamente a abertura da conta de capital, é

necessário entender como ela opera, tanto em princípio quanto na prática. (Eswar S. Prasad, 2017)

Esses conceitos são denominados como abertura financeira de jure e de facto. A abertura financeira de jure reflete a extensão das restrições legais ao fluxo de capital financeiro. A abertura financeira de facto mede o quanto uma economia está realmente integrada nos mercados financeiros globais.

As medidas de jure da abertura da conta de capital normalmente se baseiam em indicadores binários do Relatório Anual sobre Arranjos de Câmbio e Restrições de Câmbio AREAER do FMI. Esses indicadores refletem a presença de restrições em muitas categorias de entradas e saídas de capital.

Essas medidas só mudam quando há uma mudança de política relativamente grande relacionada a itens específicos da conta de capital. O AREAER indica que, em 2014, a China impôs restrições de algum tipo, em catorze, das quinze categorias amplas de entradas de capital e, em quinze, das dezesseis categorias de saídas de capital. (Eswar S. Prasad, 2017)

Medidas convencionais de abertura financeira de jure, construídas usando os dados do AREAER, mostram pouca ou nenhuma mudança na política da China durante a última década. Por exemplo, um índice amplamente citado, criado por Menzie Chinn da Universidade de Wisconsin e Hiro Ito da Universidade Estadual de Portland, registrou quase nenhuma mudança na abertura de jure da China desde 1993. O índice, que se baseia em um procedimento estatístico que agrega informações de várias categorias cobertas pelo AREAER, varia de 2,4 (mais financeiramente aberto) a -1,9 (menos financeiramente aberto). Um valor mais alto corresponde a maior grau de abertura de jure da conta de capital. (Eswar S. Prasad, 2017)

As principais economias avançadas, como os EUA, o Reino Unido e o Japão, têm o mesmo valor de índice de 2,4, que é o máximo e indica uma conta de capital totalmente aberta. Em contraste, o valor desse índice para a China em 2013 (o último ano para o qual esses dados estão disponíveis) era -1,2, o mesmo que a Índia, mas bem abaixo da média de -0,2 para as economias de mercado emergentes. O índice da China saltou de -1,9 para -1,2 em 1993 e não mudou desde então. Esse valor indica uma conta de capital relativamente fechada, caracterizada por controles de capital que são, no papel, extensivos e rigorosos. (Eswar S. Prasad, 2017)

Pode-se também avaliar a abertura financeira de uma economia analisando medidas de facto de integração nos mercados financeiros globais. Economistas usam a soma de importações e exportações, expressa em valores totais ou como uma porcentagem do PIB, para medir a abertura ao comércio internacional. Uma medida análoga de abertura financeira envolve somar

os ativos e passivos externos de uma economia, expressos em níveis absolutos ou como proporção do PIB. (Eswar S. Prasad, 2017)

No caso da China, os ativos externos incluem os ativos estrangeiros de famílias, corporações, instituições financeiras e do governo, enquanto os passivos externos compreendem o valor total dos investimentos estrangeiros na China e obrigações financeiras para entidades estrangeiras. Esses ativos e passivos formam a posição de investimento internacional (PII) da China, o balanço patrimonial do país em relação ao mundo. Na última década, tanto os ativos quanto os passivos aumentaram significativamente, com a China possuindo \$6,2 trilhões em ativos estrangeiros e \$4,6 trilhões em passivos estrangeiros. A posição externa bruta da China, somando quase \$11 trilhões, é seis vezes maior do que há uma década e excede a de outros mercados emergentes importantes. (Eswar S. Prasad, 2017)

A proporção dos ativos e passivos externos ao PIB da China é de cerca de 100%, atrás de economias de moeda de reserva como Japão, Reino Unido e EUA, mas à frente da maioria dos mercados emergentes. A estrutura dos passivos externos da China é distinta, com 62% sendo investimento estrangeiro direto (IED), 13% em capital próprio de portfólio e 25% em dívida de portfólio e outros investimentos. (Eswar S. Prasad, 2017)

Historicamente, o governo chinês acolheu o IED, que envolve investimentos substanciais em empresas domésticas, trazendo novas tecnologias e expertise gerencial. O total de IED da China no exterior ultrapassa \$1,1 trilhão. O governo chinês mostrou menos interesse em outros tipos de entradas de capital, como a dívida de portfólio, para evitar endividamento excessivo com credores estrangeiros. (Eswar S. Prasad, 2017)

A PII da China reflete a gestão da conta de capital no passado, com mudanças ainda maiores esperadas com a remoção gradual das restrições aos fluxos de capital. A abertura da conta de capital expõe a economia à volatilidade dos investidores estrangeiros, mas também traz benefícios significativos. A abertura do mercado de ações para investidores estrangeiros aumenta os volumes de negociação e melhora a governança e transparência das empresas. A entrada de bancos estrangeiros aumenta a concorrência no setor bancário, beneficiando poupadores e tomadores de empréstimos. (Eswar S. Prasad, 2017)

A liberalização dos fluxos de saída também pode ser benéfica, proporcionando às famílias oportunidades de diversificação de poupanças e estimulando reformas financeiras domésticas. A abertura da conta de capital pode impulsionar o progresso para transformar Xangai em um centro financeiro internacional e promover uma alocação mais eficiente de recursos na economia. (Eswar S. Prasad, 2017)

Embora a China tenha sido tradicionalmente aberta ao IED, só recentemente intensificou esquemas para promover outros tipos de influxos de capital. (Eswar S. Prasad, 2017)

A abertura da conta de capital é uma estratégia adotada pela China, apesar dos riscos associados à volatilidade dos investidores estrangeiros. Historicamente, a China não dependeu de fluxos de capital estrangeiro para seu desenvolvimento devido à sua alta taxa de poupança nacional. De fato, com a acumulação de enormes reservas cambiais, a China tem exportado parte de suas economias para o mundo. A liberalização da conta de capital é justificada por benefícios colaterais importantes, apesar dos riscos de volatilidade e crises de endividamento excessivo. (Eswar S. Prasad, 2017)

Além disso, a entrada de bancos estrangeiros aumenta a competição no setor bancário, beneficiando poupadores e tomadores de empréstimos. Bancos estrangeiros podem introduzir melhores produtos, serviços e ferramentas de gestão de risco. Por exemplo, a entrada de bancos estrangeiros na Índia melhorou os níveis de serviço e a eficiência dos bancos locais. Embora a crise financeira global tenha mostrado que bancos de economias avançadas também podem causar danos, a evidência geral sugere que a entrada de bancos estrangeiros pode catalisar melhorias no sistema bancário de economias emergentes. (Eswar S. Prasad, 2017)

Em 2007, a China convidou bancos estrangeiros para adquirir participações modestas em grandes bancos estatais chineses, com o objetivo de melhorar a gestão de risco e a governança corporativa desses bancos. Outros setores financeiros chineses, como o de seguros, também poderiam se beneficiar de políticas mais liberais de investimento estrangeiro. A liberalização dos fluxos de saída permitiria às famílias chinesas diversificar suas economias internacionalmente e estimular reformas financeiras domésticas. A abertura da conta de capital poderia promover uma alocação mais eficiente de recursos na economia chinesa, beneficiando setores mais dinâmicos e produtivos em detrimento das grandes empresas estatais. (Eswar S. Prasad, 2017)

A liberalização controlada da conta de capital na China reflete uma abordagem cuidadosa para abrir a economia, tanto para influxos quanto para fluxos de saída de capital. Esses esquemas foram projetados para gerar benefícios colaterais da abertura financeira, permitindo uma maior movimentação de capital sem uma liberalização completa da conta de capital. O governo chinês mantém a capacidade de selecionar os tipos de investidores que podem aproveitar a abertura da conta de capital e controlar os volumes dos fluxos em ambas as direções. Cada esquema começa de forma modesta e, após ajustes necessários e uma avaliação de conforto do governo, é geralmente expandido em escopo e volume. (Eswar S. Prasad, 2017)

A China, historicamente, aberta ao Investimento Estrangeiro Direto (IED), recentemente intensificou os esquemas para promover outros tipos de influxos de capital. O programa de Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado (QFII), introduzido em 2002, permite que instituições estrangeiras qualificadas convertam moeda estrangeira em RMB e invistam em ações A e outros instrumentos financeiros denominados em RMB. O programa visa atrair investimentos de portfólio de alta qualidade e longo prazo, enquanto desencoraja fluxos especulativos de curto prazo. Os QFIIs, tipicamente instituições de gestão de fundos, seguradoras, corretoras e outras instituições de gestão de ativos, devem obter uma licença da Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China (CSRC) e uma cota de investimento da Administração Estatal de Câmbio SAFE. (Eswar S. Prasad, 2017)

Os reguladores chineses são cautelosos na concessão de licenças, exigindo que as instituições candidatas cumpram critérios mínimos de elegibilidade relacionados aos anos de operação, valor dos ativos sob gestão, estabilidade financeira e governança corporativa. As instituições estrangeiras devem estar domiciliadas em países com sistemas legais e regulatórios sólidos e cujos reguladores de mercado de valores tenham acordos de cooperação com a CSRC. O programa QFII começou modestamente, mas foi progressivamente expandido, com aumento das cotas de investimento e flexibilização dos critérios de elegibilidade. Em 2015, a cota máxima de investimento para empresas de gestão de fundos estrangeiros foi eliminada. Apesar dessas liberalizações, o governo mantém restrições sobre como os QFIIs alocam seus ativos, permitindo configurações flexíveis entre ações e títulos de renda fixa, mas impondo limites à participação acionária em empresas individuais. (Eswar S. Prasad, 2017)

O programa de Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado em RMB (RQFII), lançado em 2011, permite que instituições estrangeiras usem RMB offshore diretamente para investir em mercados domésticos. Similar ao QFII, as instituições precisam de licenças da CSRC e cotas de investimento da SAFE. Inicialmente limitado a subsidiárias de instituições financeiras chinesas em Hong Kong, o programa foi expandido para incluir instituições em vários países, com a cota total atingindo \$76 bilhões em 2016. (Eswar S. Prasad, 2017)

Além de liberalizar influxos, a China também promove a saída de capital. O programa de Investidor Institucional Doméstico Qualificado (QDII), lançado em 2006, permite que instituições financeiras chinesas invistam em produtos financeiros offshore, como títulos e ações. As instituições participantes devem cumprir critérios rigorosos de elegibilidade para garantir estabilidade financeira e boa governança. O escopo dos investimentos é restrito a destinos aprovados, principalmente economias avançadas com mercados financeiros bem

desenvolvidos. Até 2016, 132 instituições receberam licenças QDII, com uma cota total de \$90 bilhões. (Eswar S. Prasad, 2017)

A China também tem estudado maneiras de permitir que investidores individuais invistam diretamente no exterior por meio do programa QDII2, que inicialmente será lançado em seis cidades. Esse programa permitirá que indivíduos com ativos de pelo menos RMB 1 milhão invistam diretamente em ações, títulos e imóveis no exterior. (Eswar S. Prasad, 2017)

A abordagem experimental da China também se manifesta em zonas de livre comércio FTZs, que funcionam como ilhas de conversibilidade plena de conta de capital dentro do país. A FTZ de Xangai, lançada em 2013, permite que empresas e instituições financeiras levantem capital do exterior com menos restrições, embora os fundos não possam ser movimentados fora das zonas. Investimentos estrangeiros em FTZs são restritos a setores não listados em uma "lista negativa". Apesar de algumas limitações, as FTZs fornecem um canal significativo para fluxos bidirecionais de capita. (Eswar S. Prasad, 2017)

Além disso, o programa Shanghai–Hong Kong Stock Connect, lançado em 2014, permite que investidores chineses comprem ações de empresas listadas em Hong Kong e vice-versa, com cotas de investimento agregadas e diárias para limitar os fluxos. Este canal tem sido usado extensivamente, embora o interesse tenha variado com a volatilidade do mercado. (Eswar S. Prasad, 2017)

O programa Mutual Fund Connect, lançado em 2015, permite que fundos elegíveis de ações e títulos sejam distribuídos em ambos os mercados, aumentando a variedade de produtos de investimento disponíveis e facilitando os fluxos de capital bidirecionais. A elegibilidade é limitada a fundos que atendem a critérios rigorosos, garantindo que apenas fundos legítimos participem. (Eswar S. Prasad, 2017)

Em resumo, a China tem criado diversos canais para influxos e saídas de capital, refletindo tanto preocupações econômicas quanto políticas domésticas. Uma das grandes curiosidades dessa estrutura do balanço externo da China é que o país paga ao resto do mundo pelo privilégio de manter mais ativos do que passivos. A diferença entre os rendimentos de um país sobre seus investimentos no exterior (ativos externos) e os rendimentos dos estrangeiros sobre seus investimentos nesse país (passivos externos) é sua renda líquida de investimentos. Um país com mais ativos externos do que passivos externos deveria, logicamente, ter uma renda líquida de investimentos positiva, mas não é o caso da China. (Eswar S. Prasad, 2017)

No final de 2014, a China era credora líquida do resto do mundo, com uma posição de ativos líquidos de \$1,6 trilhão. No entanto, em 2015, sua renda líquida de investimentos foi de menos \$73 bilhões, ou seja, a China pagou mais aos investidores estrangeiros do que ganhou

com seus investimentos no exterior. Este fenômeno é incomum, pois a maioria dos credores líquidos, como Alemanha e Japão, possuem fluxos de renda líquidos positivos. Em contraste, os Estados Unidos, devedores líquidos ao longo das últimas três décadas, tiveram uma renda líquida de investimentos positiva de \$193 bilhões em 2015, apesar de uma posição de passivos líquidos de \$7 trilhões. (Eswar S. Prasad, 2017)

A discrepância entre a China e os EUA pode ser atribuída às taxas de retorno sobre os ativos e passivos externos. Em 2015, a taxa de retorno sobre os ativos externos da China foi de 3%, enquanto a taxa de retorno sobre seus passivos externos foi de 5,5%. Essa diferença de 2,5 pontos percentuais indica que a China recebe rendimentos substancialmente mais baixos sobre seus ativos externos do que paga sobre seus passivos. Em comparação, os EUA têm uma taxa de retorno sobre seus ativos externos 1,3 pontos percentuais maior do que sobre seus passivos, resultando em retornos líquidos positivos, apesar de sua posição de passivos líquidos. (Eswar S. Prasad, 2017)

A posição peculiar da China, como uma espécie de "banqueiro generoso" para o mundo, que paga taxas de juros mais altas sobre os depósitos do que cobra sobre os empréstimos, pode ser explicada pela composição de seus ativos. A China mantém grande parte de seus ativos externos em títulos de governos de economias avançadas, de baixo rendimento, como parte das reservas cambiais geridas pelo Banco Popular da China (PBC). Em contraste, os investidores estrangeiros na China buscam investimentos de maior retorno, que, embora mais arriscados, têm sido amplamente compensadores devido ao crescimento sustentado da China nas últimas décadas. (Eswar S. Prasad, 2017)

A situação desconfortável de financiar a dívida do governo dos EUA e investir grande parte de suas economias em economias avançadas com rendimentos baixos motiva a China a diversificar seu portfólio de ativos internacionais. No entanto, o PBC não pode desviar-se muito dos critérios de segurança e liquidez, pois precisa de acesso a reservas líquidas e enfrentaria repercussões políticas se registrasse perdas significativas. Por isso, o governo chinês depende de outras agências estatais, como o fundo soberano, para empreender investimentos mais agressivos e de maior rendimento. Além disso, o governo tem incentivado o setor privado a assumir a responsabilidade de gerar retornos mais altos sobre o portfólio de ativos externos, permitindo e incentivando famílias, corporações e instituições financeiras a investir diretamente no exterior. (Eswar S. Prasad, 2017)

As políticas de conta de capital da China levaram a uma mudança no padrão de exportação de capital financeiro, com uma transição significativa de acumulação de reservas para fluxos oficiais e não oficiais do setor privado e estatal. Em 2014 e 2015, a China começou



a reduzir seu estoque de reservas oficiais, enquanto outros fluxos aumentaram, alinhando-se com o objetivo declarado do SAFE de transferir o risco cambial do balanço do banco central para o das famílias, corporações e entidades estatais. (Eswar S. Prasad, 2017)

Essa mudança na composição dos fluxos de capital é importante, pois a demanda da China por títulos de governos de economias avançadas, de baixo rendimento, provavelmente permanecerá moderada, enquanto os investimentos em ações estrangeiras, mercados de títulos corporativos e ativos reais, como imóveis, continuarão a crescer. Embora essa abordagem promova a diversificação internacional do portfólio, há riscos associados à falta de supervisão eficaz dos mercados de valores mobiliários domésticos e dos investidores institucionais que possibilitam essa diversificação. (Eswar S. Prasad, 2017)

Diante dessa análise, observa-se que, apesar de relativamente restrito, o fluxo de capital na China tem se aberto gradualmente. No entanto, essa abertura ocorre de forma cuidadosa para não comprometer o controle que o Partido Comunista exerce sobre o ritmo e as condições do desenvolvimento econômico. Essa estratégia revela um ponto central no processo de internacionalização do Renminbi e sua consequente pretensão à hegemonia: a dificuldade de equilibrar o controle sobre o Renminbi com sua internacionalização. Nesse sentido:

A abordagem seletiva da China para a liberalização da conta de capital tem sido eficaz em promover a presença internacional do RMB sem arriscar os potenciais efeitos deletérios da liberalização completa da conta de capital. A abordagem da China, no entanto, limitou o uso internacional de sua moeda, cujo potencial total não pode ser realizado sem um desenvolvimento mais ativo no mercado interno. Será difícil, por exemplo, desenvolver plenamente os mercados de câmbio e derivativos da China na ausência de uma conta de capital mais aberta. (Nossa tradução, Prasad, 2017, p. 46)

Esse desafio pode ser analisado a partir de três pontos críticos levantados neste trabalho: aumento do fluxo de capitais, liquidez e segurança. Todos esses fatores demandam maior flexibilidade normativa e um controle estatal ajustado. Contudo, a maneira como o Renminbi é regulamentado atualmente atua de forma desestimulante para o desenvolvimento desses requisitos.

Com base na análise do fluxo de capitais, é possível notar que o processo de hegemonia do Renminbi está em andamento, mas o caráter gradual das reformas chinesas impõe um ritmo mais lento ao aumento desse fluxo. Dessa forma, conclui-se que a China está no caminho para aumentar seu fluxo de capitais denominados em Renminbi, mas as limitações normativas atuais ainda não permitem a liberdade necessária para alcançar esse objetivo.

### 4.3 CONVERTIBILIDADE

Dentro da análise proposta pelo trabalho e seus três pontos de foco principais, a liquidez e segurança se destaca como um fator decisivo. O estudo dessa perspectiva pode ser realizado por meio da regulamentação da convertibilidade imposta ao Renminbi (RMB). A capacidade de converter facilmente a moeda é essencial para determinar o nível de controle que economias e investidores estrangeiros possuem sobre os ativos denominados em determinada moeda. Considerando isso, é pertinente explorar as questões relativas à convertibilidade que envolvem o RMB. Para tanto, será conduzida uma análise histórica de como a convertibilidade do RMB foi regulamentada ao longo do tempo.

Em 1997, as economias asiáticas conhecidas como “tigres asiáticos” enfrentaram uma crise financeira severa, com a Tailândia desvalorizando drasticamente sua moeda e desencadeando uma série de depreciações cambiais na região. Esses países, que haviam acumulado grandes dívidas em Dólares, enfrentaram um problema significativo de descasamento cambial quando suas moedas depreciaram, tornando as dívidas externas insustentáveis. Em meio a esse tumulto, a China enfrentou a tentação de desvalorizar o yuan para proteger sua competitividade de exportação, mas optou por manter a estabilidade da moeda. Em outubro de 1998, o Governador do Banco Popular da China, Dai Xianglong, afirmou que a China manteve a estabilidade do yuan em prol da estabilidade regional. Essa decisão foi amplamente elogiada por líderes internacionais, incluindo o Secretário do Tesouro dos EUA, Robert Rubin, e o Primeiro-Ministro britânico, Tony Blair, que destacaram a China como um “pilar de estabilidade” em meio à crise. A postura responsável da China foi reconhecida como crucial para a restauração da estabilidade econômica na região, demonstrando um alto senso de responsabilidade e contribuindo significativamente para a estabilidade financeira e o desenvolvimento econômico tanto na Ásia quanto no mundo. (Eswar S. Prasad, 2017)

Já no início dos anos 2000, apesar das cicatrizes profundas deixadas pela crise financeira asiática, o capital começou a retornar à região. Em 2001, a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC) marcou um evento transformador para a economia mundial, permitindo que as exportações chinesas tivessem maior acesso aos mercados globais. Com o aumento das exportações, mais moeda estrangeira ingressou no país, e o crescimento econômico robusto, aliado à abertura da conta de capital, atraiu ainda mais capital estrangeiro, pressionando para cima o valor do RMB. Para evitar que sua máquina exportadora perdesse impulso, a China interveio nos mercados cambiais, mantendo o RMB subvalorizado. Essa

intervenção, em conjunto com o crescimento da produtividade e baixos salários domésticos, tornou as exportações chinesas altamente competitivas. O superávit comercial cresceu significativamente, obrigando o Banco Popular da China (PBC) a comprar grandes quantidades de Dólares, Euros, Ienes e outras moedas. Em 2008, as reservas de câmbio da China já haviam aumentado para quase 2 trilhões de Dólares. Após a crise financeira global, o crescimento econômico continuou forte, com as reservas alcançando um pico de 3,99 trilhões de Dólares em junho de 2014, antes de uma mudança crucial na gestão cambial do PBC. (Eswar S. Prasad, 2017)

Nos anos 1980 e início dos anos 1990, a China, sob a liderança de Deng Xiaoping e outros reformistas, começou a transição de uma economia dominada pelo estado para uma mais liberalizada, embora ainda sob supervisão estatal. Naquela época, a China possuía uma taxa de câmbio oficial e uma taxa separada em centros de *swap* oficialmente sancionados, onde a oferta e a demanda determinavam o valor da moeda. No entanto, o sistema de taxa de câmbio dual tornou-se insustentável, levando o governo chinês a desvalorizar a taxa oficial em 1994 para igualá-la à taxa de mercado, unificando ambas as taxas. A partir de 1994, o RMB foi atrelado ao Dólar americano, mantendo-se estável até a crise financeira asiática de 1997 a 1998. Em 2005, o Banco Popular da China (PBC) anunciou a eliminação do *Peg* ao Dólar, implementando um mecanismo de taxa de câmbio flutuante gerenciada, referenciado a uma cesta de moedas. A nova política permitia uma volatilidade intradiária de  $\pm 0,3\%$ , posteriormente ampliada para  $\pm 0,5\%$  em 2007. Durante a crise financeira global de 2008, o PBC temporariamente reatrelou o RMB ao Dólar, mas em 2010, voltou a relaxar a paridade, aumentando a flexibilidade da taxa de câmbio para contribuir com a recuperação econômica global. (Eswar S. Prasad, 2017)

As declarações oficiais sobre a flexibilização da taxa de câmbio da China geralmente enfatizavam a flexibilidade, em vez da apreciação do RMB, que era o que os EUA e outros parceiros comerciais desejavam para reduzir a competitividade das exportações chinesas. A suposição era que uma maior flexibilidade levaria a uma valorização da moeda. Em abril de 2012, a banda de flutuação foi ampliada para  $\pm 1\%$ , com o FMI acolhendo a mudança como um passo em direção ao reequilíbrio da economia chinesa para um maior consumo doméstico. Em março de 2014, a banda foi ampliada novamente para  $\pm 2\%$ , sinalizando um movimento para uma taxa de câmbio mais flexível. No entanto, um mês depois, o RMB enfraqueceu em relação ao Dólar, o que foi visto como uma ação do Banco Popular da China (PBC) para desencorajar especuladores. Apesar das críticas dos EUA, o RMB valorizou-se cerca de 25% em relação ao Dólar de junho de 2005 a junho de 2014. No entanto, o déficit comercial dos EUA com a China atingiu um recorde de quase 350 bilhões de Dólares em 2014, destacando a contínua

dependência dos EUA das importações chinesas, mesmo com a apreciação gradual do RMB. (Eswar S. Prasad, 2017)

Entre 2014 e 2015, houve uma divergência crescente nas condições econômicas entre os Estados Unidos e outras economias avançadas, com a recuperação dos EUA se fortalecendo enquanto Europa e Japão enfrentavam recessão. Durante esse período, o Dólar se valorizou significativamente em relação a outras moedas importantes, exceto o RMB, que enfraqueceu apenas marginalmente, uma vez que o Banco Popular da China (PBC) ainda estava gerenciando seu valor em relação ao Dólar. A pressão internacional para que o RMB apreciasse diminuiu e, em maio de 2015, o FMI declarou que a moeda não estava mais subvalorizada. Apesar dessa apreciação, o déficit comercial dos EUA com a China atingiu um recorde de 350 bilhões de Dólares em 2014. A partir de junho de 2014, as reservas cambiais da China começaram a diminuir, caindo de 3,99 trilhões de Dólares para 3,65 trilhões de Dólares em julho de 2015, devido aos efeitos de valoração e às intervenções do PBC para manter a estabilidade do RMB. O PBC vendeu Dólares e comprou RMB para preservar o valor da moeda, embora a perda de reservas, embora significativa, representasse menos de 10% do estoque total de reservas da China. (Eswar S. Prasad, 2017)

Em 11 de agosto de 2015, o Banco Popular da China (PBC) causou uma agitação nos mercados financeiros globais ao anunciar uma mudança na gestão da taxa de câmbio do RMB, permitindo que a moeda fosse determinada mais livremente pelas forças do mercado. Essa mudança incluiu uma desvalorização de 1,9% do RMB em relação ao Dólar e ajustou o mecanismo de precificação de referência para refletir melhor as condições do mercado. Embora essa medida tenha sido interpretada como uma tentativa de desvalorização orquestrada, o PBC argumentou que o objetivo era aumentar a flexibilidade cambial. No entanto, a falta de uma estratégia de comunicação eficaz exacerbou a reação negativa dos mercados, levando a uma queda adicional de 2% no valor do RMB nos dias seguintes. Para evitar que a moeda entrasse em queda livre, o PBC teve que intervir novamente. (Eswar S. Prasad, 2017)

As autoridades chinesas explicaram que a desvalorização inicial era necessária para evitar especulações excessivas, mas a comunicação inadequada causou danos à percepção global sobre os motivos da mudança de política. Em uma coletiva de imprensa, o Vice-Governador do PBC, Yi Gang, afirmou que o objetivo principal era aumentar a flexibilidade da taxa de câmbio, o que seria benéfico para a China. O Primeiro-Ministro Li Keqiang também enfatizou que a contínua depreciação do RMB não era desejada e que a internacionalização da moeda seria decidida pelo mercado. (Eswar S. Prasad, 2017)

A reação do Tesouro dos EUA foi reservada, observando que monitoraria a implementação das mudanças e pressionaria por mais reformas. Com a visita de Estado do Presidente Xi Jinping aos EUA se aproximando, a China buscava estabilidade cambial. Em discursos nos EUA, Xi reafirmou que não havia base para uma depreciação contínua do RMB e que a política do governo não favorecia uma guerra cambial. (Eswar S. Prasad, 2017)

A mudança no regime cambial também provocou uma divergência entre as taxas de câmbio *onshore* (CNY) e *offshore* (CNH), com o RMB valendo menos no mercado *offshore*. Para fechar essa diferença, o PBC e os bancos estatais chineses intervieram diretamente no mercado *offshore*. As ações do PBC para estabilizar o valor da moeda resultaram em uma diminuição significativa das reservas cambiais, que caíram 94 bilhões de Dólares em agosto de 2015 e totalizaram uma queda de 415 bilhões de Dólares de julho a dezembro de 2015. (Eswar S. Prasad, 2017)

Em resposta às preocupações, o Presidente Xi Jinping afirmou que a queda nas reservas refletia uma melhoria na composição de ativos e passivos cambiais e que os fluxos de capital eram moderados e gerenciáveis. O Conselho de Estado publicou uma declaração para tranquilizar o público sobre a queda das reservas, destacando que isso fazia parte de um processo normal e que não havia motivo para pânico.

Em 11 de dezembro de 2015, o Banco Popular da China (PBC) sinalizou outra mudança em sua política ao publicar um artigo no site do CFETS, indicando que começaria a publicar índices de taxa de câmbio ponderados pelo comércio. O artigo explicou que, por muito tempo, participantes do mercado usaram a taxa de câmbio bilateral do RMB em relação ao Dólar para avaliar os movimentos da moeda, mas que isso não era um bom indicador da paridade internacional de bens comercializáveis. A publicação dos índices visava mudar a percepção pública sobre os movimentos da taxa de câmbio do RMB. (Eswar S. Prasad, 2017)

Essa abordagem teria sido útil antes de dezembro de 2015, pois o aumento da taxa de câmbio ponderada pelo comércio do RMB, entre julho de 2014 e julho de 2015, ocorreu enquanto a economia chinesa perdia impulso de crescimento. Isso poderia ter sido evitado se o PBC tivesse gerido o valor da moeda em relação a uma cesta de moedas, em vez do Dólar. Após o debacle comunicacional de 11 de agosto, essa mudança foi vista como uma estratégia bem-vinda. A medida permitiria ao PBC desvincular o RMB do Dólar e preparar o mercado para uma possível depreciação em relação ao Dólar no curto prazo. (Eswar S. Prasad, 2017)

Apesar do aumento aparente na transparência, o PBC não tornou público os pesos das moedas na cesta. O CFETS indicou que publicaria três índices de taxa de câmbio, sendo o peso

do Dólar no índice do BIS de apenas 18%. Essa estratégia foi vista por alguns analistas como oblíqua e potencialmente geradora de especulação. (Eswar S. Prasad, 2017)

Em 14 de dezembro de 2015, o PBC postou outro comentário do CFETS, reiterando que o regime de taxa de câmbio flutuante gerenciada estava em vigor desde 2005, com a taxa de câmbio do RMB flutuando sob esse regime na maior parte do tempo. O artigo esclareceu que gerir o valor da moeda em relação a uma cesta não significava fixar o câmbio mecanicamente, mas combinar a oferta e demanda de mercado com a gestão necessária. (Eswar S. Prasad, 2017)

Adicionalmente, o PBC continuou a usar a taxa de câmbio *onshore* do RMB em relação ao Dólar das 16h30 como preço de fechamento, mesmo que o horário de negociação tenha sido estendido até 21h30min. Isso foi para evitar a volatilidade durante as horas de negociação mais finas. O CFETS afirmou que a cotação da paridade central do RMB/Dólar continuaria refletindo as características de "fechamento anterior + movimentos de uma cesta de moedas". Entre agosto de 2015 e dezembro de 2015, a variação média entre a paridade central e o fechamento do dia anterior foi reduzida para 0,1%, uma evidência da maior racionalidade da cotação da paridade central. (Eswar S. Prasad, 2017)

Em uma entrevista à revista Caixin, publicada em 15 de fevereiro de 2016, o Governador do Banco Popular da China (PBC), Zhou Xiaochuan, respondeu às críticas sobre as estratégias de comunicação do banco, consideradas inadequadas e causadoras de confusão no mercado e volatilidade desnecessária na taxa de câmbio do RMB. Zhou reconheceu a importância de uma comunicação eficaz, mas destacou que a comunicação nunca é fácil, especialmente em tempos de incerteza nos mercados financeiros globais. Ele afirmou que o banco central não pode simplesmente eliminar as incertezas do mercado com palavras de garantia, pois "o banco central não é Deus nem mágico". Ele também explicou que, embora o PBC se esforce para comunicar suas políticas monetárias ao público geral e estabilizar expectativas de importadores e exportadores, ele não pretende ser transparente com especuladores cambiais, que são vistos como rivais em um jogo. (Eswar S. Prasad, 2017)

Zhou ressaltou que, tanto restrições políticas quanto econômicas, limitam a estratégia de comunicação do PBC, que deve seguir as diretrizes do Conselho de Estado e não pode se desviar da posição oficial do Partido Comunista Chinês (CPC). Além disso, com um sistema financeiro frágil e uma economia ainda sob controle estatal extensivo, as ações do PBC podem ter efeitos imprevisíveis. No entanto, ele reconheceu que, à medida que suas ações repercutem mais intensamente na economia chinesa e nos mercados financeiros globais, o PBC precisa melhorar suas comunicações para ser uma fonte de estabilidade, especialmente no caso dos

mercados de câmbio, o que afetará a confiança dos investidores estrangeiros em ativos denominados em RMB. (Eswar S. Prasad, 2017)

Nesse sentido tem-se que:

A realidade é que a mudança da China para uma taxa de câmbio mais determinada pelo mercado será difícil de reverter, particularmente à medida que a conta de capital se torna mais aberta. Isso não significa que, como no caso de muitos outros grandes bancos centrais, o PBC não intervirá nos mercados de câmbio para suavizar a volatilidade excessiva do mercado ou para tentar, pelo menos temporariamente, empurrar o valor da moeda em uma direção ou outra como parte de sua estratégia de política monetária. No entanto, o gerenciamento persistente e rigoroso do valor da moeda em relação ao Dólar americano é provavelmente coisa do passado, especialmente porque essa política muitas vezes levou a fluxos especulativos de capital desestabilizadores em uma direção ou outra". (Nossa tradução, Prasad, 2017, p. 103)

Assim, atualmente, a taxa de cambio do RMB funciona da seguinte forma: o Banco Popular da China (PBOC) permite que o yuan negocie dentro de uma faixa de 2% em torno de um ponto médio, que é fixado diariamente contra o Dólar. Esse ponto médio é baseado no movimento do yuan na sessão anterior e nas flutuações das moedas dos principais parceiros comerciais da China. O PBOC, às vezes, utiliza um "fator contracíclico" indefinido para ajustar o ponto médio e conter grandes oscilações no sentimento do mercado. (Reuters, 2019)

Além disso, a China mantém rígidos controles de capital, cotas estritas de investimento estrangeiro e um sistema complexo que gerencia o comércio *onshore* e influencia a atividade do yuan *offshore*, o que torna o verdadeiro valor do yuan passível de interpretação. Nos mercados financeiros globais, a taxa de câmbio do yuan em relação ao Dólar americano é um foco principal, e a moeda chinesa esteve atrelada ao Dólar por vários anos. Desde a revalorização em 2005, o yuan apreciou mais de 17%. Contudo, desde o início da guerra comercial entre EUA e China em abril de 2018, o yuan *offshore* caiu 11% em relação ao Dólar, atingindo recentemente uma baixa recorde de 7,1397. (Reuters, 2019)

Desde 2008, o yuan subiu 3,7% em relação ao Dólar, aumentou 35% em relação ao Euro, mas caiu 13% em relação ao Iene. Em 2015, a China introduziu um novo índice CFETS de yuan ponderado pelo comércio, com o objetivo de refletir melhor o valor do yuan em relação aos múltiplos países com os quais a China comercia, e não apenas os Estados Unidos. Desde 2017, o índice CFETS inclui 24 moedas, sendo o peso do Dólar de 22,4%. Manter o índice CFETS dentro de uma faixa definida assegura que a China não seja prejudicada nas taxas de câmbio em relação aos seus parceiros comerciais. Analistas acreditam que Pequim se sente

confortável com o índice CFETS oscilando entre 92 e 98, mantendo a moeda relativamente estável em relação aos parceiros comerciais. (Reuters, 2019)

O banco central da China raramente intervém diretamente no mercado de câmbio, preferindo operar através de bancos estatais e usar suas reservas cambiais significativas. O PBOC também influencia os mercados *offshore* de várias maneiras, incluindo a venda programada de títulos denominados em yuan em Hong Kong, para controlar a liquidez e conter a especulação contra a moeda. Após a desvalorização acentuada de 2015, a China gastou cerca de US\$ 1 trilhão de suas reservas de câmbio para conter as expectativas de depreciação. Desde então, reforçou as restrições à saída de capital e incentivou a entrada de investidores estrangeiros em ações e títulos chineses. (Reuters, 2019)

A taxa de câmbio real efetiva REER, que mede o valor de uma moeda ponderada contra os principais parceiros comerciais após ajustar pela inflação, sugere que o yuan está próximo, ou ligeiramente acima, de sua média de longo prazo. Dados do Banco de Compensações Internacionais mostram que, em 2018, a REER do yuan estava apenas ligeiramente abaixo da média dos últimos quatro anos. Em junho, a REER do yuan estava 4,9% acima da média dos últimos 10 anos e 13,4% acima da média dos últimos 15 anos. Em comparação, a REER do Dólar estava 11,2% acima da média de 10 anos e 10,3% acima da média de 15 anos. Julian Evans-Pritchard, economista sênior para a China na Capital Economics em Cingapura, afirmou que, com base na REER, o yuan parece estar avaliado de forma justa no momento. (Reuters, 2019)

Dessa maneira, o controle de convertibilidade limita a capacidade do Renminbi de se tornar uma moeda de reserva global, pois impede a livre circulação e troca da moeda, reduzindo a confiança dos investidores internacionais e a sua aceitação global. A convertibilidade de uma moeda refere-se à facilidade com que ela pode ser trocada por outras moedas sem restrições significativas. Para uma moeda ser amplamente utilizada como reserva internacional, deve ser facilmente acessível e livremente conversível. A falta de convertibilidade do Renminbi limita seriamente suas chances de se tornar uma moeda de reserva global por vários motivos.

Primeiramente, a confiança dos investidores é crucial. Investidores e bancos centrais precisam confiar na capacidade de converter uma moeda de reserva em outras moedas sem restrições. O controle de capital que a China impõe ao Renminbi cria inseguranças sobre a capacidade de retirar investimentos em tempos de necessidade, afetando negativamente a confiança dos investidores. Em segundo lugar, uma moeda de reserva precisa estar amplamente disponível e ser facilmente negociada nos mercados internacionais. A falta de convertibilidade



restringe a liquidez do Renminbi, fazendo com que seja menos atraente para reservas internacionais.

Além disso, o controle de capital pode levar a volatilidade no valor do Renminbi, tornando-o menos previsível. Moedas de reserva precisam ter um valor relativamente estável para serem confiáveis, e a estabilidade e previsibilidade são essenciais nesse contexto. Por fim, a convertibilidade é essencial para a integração de uma moeda no sistema financeiro global. Sem isso, é difícil para o Renminbi ser amplamente aceito em transações internacionais e como reserva de valor.

Como visto anteriormente o Dólar americano (USD), que é a principal moeda de reserva global. Sua aceitação ampla se deve em grande parte à sua total convertibilidade e à confiança dos investidores na estabilidade do sistema financeiro dos Estados Unidos. Em contraste, a China ainda mantém controles rigorosos sobre a saída de capital e a troca de Renminbi por outras moedas, criando barreiras significativas para a aceitação global do Renminbi como uma moeda de reserva. Portanto, diante da análise sobre convertibilidade, percebe-se que enquanto a China não adotar uma abordagem mais liberal em relação à convertibilidade do Renminbi, ele continuará a enfrentar desafios significativos em suas aspirações de se tornar uma moeda de reserva global.

## 5 CONCLUSÃO

O presente trabalho investigou a viabilidade econômica e jurídica de substituir o Dólar americano pelo Renminbi (RMB) chinês como moeda de reserva hegemônica global. Para tanto, foram explorados diversos aspectos relacionados às moedas de reserva, incluindo sua definição, evolução histórica, a hegemonia do Dólar e a trajetória do RMB. Cada capítulo contribuiu de maneira significativa para a compreensão desse complexo cenário econômico e financeiro.

O estudo começou definindo o conceito de moedas de reserva, fundamentais para a estabilidade econômica global. As moedas de reserva são aquelas mantidas por bancos centrais e instituições financeiras como parte de suas reservas internacionais, sendo amplamente utilizadas no comércio global. O Dólar americano é atualmente a moeda de reserva mais prevalente, seguido pelo Euro, Libra Esterlina e o Renminbi chinês. A definição técnica fornecida pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) no "Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional, Sexta Edição" (BPM6) esclarece que ativos de reserva são ativos externos controlados por autoridades monetárias e disponíveis para atender necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, intervir nos mercados cambiais e sustentar a confiança na moeda e na economia.

Os ativos de reserva, como ouro monetário, Direitos Especiais de Saque (SDR), posição de reserva no FMI, moedas e depósitos, títulos e derivativos, desempenham um papel crucial na gestão financeira das economias. O ouro monetário, por exemplo, é uma forma tradicional de reserva segura e altamente líquida, enquanto os SDRs, criados pelo FMI, funcionam como uma cesta de moedas importantes. A posição de reserva no FMI permite que os países acessem rapidamente recursos financeiros, e as moedas e depósitos garantem acesso imediato a moeda estrangeira. Os títulos, como os títulos do Tesouro dos EUA, são mantidos como reservas devido à sua segurança e liquidez, enquanto os derivativos são usados para gerenciar riscos associados às reservas.

Em seguida, o trabalho realizou uma análise histórica das moedas de reserva, desde os primórdios das moedas de metal até o padrão-ouro clássico e o período entre guerras. As moedas de ouro e prata desempenharam um papel central como dinheiro, com a prata sendo dominante na Idade Média e até a Era Moderna devido ao seu peso e manuseio mais viável. No entanto, as descobertas de ouro e a arbitragem entre ouro e prata criaram desafios ao bimetalismo, levando à eventual predominância do ouro como padrão monetário. O padrão-ouro, adotado por muitos países no século XIX, permitiu a estabilidade das moedas ao vincular

seu valor ao ouro. Londres emergiu como o centro financeiro global devido à solvabilidade exigida pelo Banco da Inglaterra, com muitas reservas nacionais alocadas em títulos britânicos.

O desenvolvimento histórico das moedas de reserva destacou a importância de fatores como liquidez, confiabilidade e segurança na ascensão de uma moeda ao *status* de reserva. A análise histórica abordou desde as moedas cunhadas a partir de metais preciosos até a adoção do padrão-ouro e as transformações do sistema financeiro ao longo dos séculos. A criação de um sistema internacional comum baseado no ouro proporcionou um ambiente favorável ao fluxo de capitais, levando ao aprimoramento dos sistemas financeiros e incentivando a alocação das reservas nacionais em ativos internacionais, como os títulos do Tesouro britânico. A Grã-Bretanha, com seu poder econômico e industrial, consolidou a Libra Esterlina como a principal moeda de reserva durante o século XIX.

A hegemonia do Dólar americano foi explorada em detalhes, analisando sua ascensão desde a criação do Federal Reserve em 1913, que fortaleceu a posição do Dólar ao desenvolver o mercado de aceites, essenciais para o comércio global. Após a Revolução Americana, o Dólar se estabeleceu como a unidade monetária única e nacional dos Estados Unidos da América. No entanto, a internacionalização do Dólar exigiu a maturação dos mercados financeiros nos Estados Unidos, especialmente os mercados de crédito. O desenvolvimento do mercado de aceites comerciais foi crucial para essa internacionalização, permitindo que comerciantes americanos obtivessem crédito de forma mais eficiente e competitiva.

A criação do Federal Reserve (FED) foi um marco significativo na história financeira dos Estados Unidos, proporcionando um mecanismo de estabilização econômica e expandindo a liquidez e a segurança do sistema financeiro. A Primeira Guerra Mundial e a instabilidade da Libra Esterlina durante o período pós-guerra também contribuíram para a ascensão do Dólar como moeda internacional. O crescimento do mercado de aceites em Nova York e o uso internacional do Dólar consolidaram sua posição hegemônica no comércio global.

Para compreender como o Dólar passou de apenas uma moeda internacional para se tornar a moeda de reserva dominante no cenário global, é essencial, ainda, analisar a história dessa moeda no período pós-guerra. Por um quarto de século após a Segunda Guerra Mundial, o Dólar reinou supremo. Apenas os Estados Unidos emergiram fortalecidos da guerra, com uma economia que superava todas as outras e representava metade da produção industrial global. Sua moeda era a única negociada livremente. Como resultado, duas décadas após seu surgimento como moeda internacional, o Dólar se tornou a unidade dominante para cotação de preços, faturamento de comércio e liquidação de transações em todo o mundo.

Os bancos centrais e governos estrangeiros acumularam Dólares em vez de ouro, pois os Estados Unidos estavam prontos para vender ouro a um preço fixo de \$35 por onça. Os Artigos do Acordo do Fundo Monetário Internacional (FMI), o recém-criado administrador do sistema financeiro internacional, reconheceram o status único do Dólar, autorizando os países a definir suas taxas de câmbio em Dólares. Outros potenciais emissores de moedas internacionais careciam de mercados financeiros abertos, como a Alemanha, ou de estabilidade financeira, como a França. O Reino Unido não tinha nenhum dos dois. Assim, fora da Comunidade e Império Britânicos, o Dólar era efetivamente a única moeda internacional significativa.

A hegemonia do Dólar trouxe consideráveis benefícios aos Estados Unidos, conferindo ao país o "privilégio exorbitante" de financiar seu déficit em sua própria moeda. Bancos e empresas americanas beneficiam-se da ampla aceitação do Dólar, evitando custos adicionais de conversão cambial enfrentados por outras nações. Além disso, bancos centrais estrangeiros mantêm grandes reservas em títulos do Tesouro dos EUA e de agências quase governamentais, permitindo que os EUA paguem juros menores sobre suas obrigações externas e sustentem seu déficit externo.

Para entender a formulação dessa dominância, o trabalho explorou a falta de competição enfrentada pelos Estados Unidos na época. A Libra Esterlina, principal rival do Dólar após a Segunda Guerra Mundial, enfrentou crises cambiais e perda de confiança internacional, enquanto a França e a Alemanha lidavam com instabilidades políticas e econômicas. A França enfrentou um caos político e financeiro após a Primeira Guerra Mundial, agravado pelo conflito na Argélia. A Alemanha, por outro lado, era o único país europeu com um histórico de centro de reservas e sem problemas significativos de balanço de pagamentos. No entanto, as memórias da hiperinflação extrema que o país experimentou na primeira metade da década de 1920 ainda estavam frescas, levando a uma reação pavloviana dos funcionários alemães ao menor sinal de inflação.

O trabalho também analisou a trajetória do Renminbi (RMB) chinês e seu potencial para se tornar uma moeda de reserva hegemônica. A China, como a segunda maior economia do mundo, apresenta características econômicas robustas que sustentam o RMB. No entanto, desafios significativos permanecem, como o controle rigoroso do fluxo de capitais e a convertibilidade limitada do RMB, que impedem sua aceitação mais ampla como moeda de reserva. A análise histórica do RMB mostra a evolução da moeda desde suas formas rudimentares de papel-moeda durante as dinastias Tang e Song até a modernização econômica sob o Partido Comunista Chinês, que impulsionou a internacionalização do RMB.

A China tem feito esforços consideráveis para promover a internacionalização do RMB, incluindo a criação de centros de câmbio *offshore* e acordos de *swap* cambial com diversos países. No entanto, para que o RMB substitua o Dólar como moeda de reserva hegemônica, são necessárias reformas significativas na política monetária chinesa, incluindo maior liberalização do mercado de capitais e convertibilidade total da moeda. A transição do RMB para uma moeda de reserva dominante depende de um ambiente financeiro mais aberto e regulado.

A análise comparativa entre o Dólar e o RMB destacou os desafios e oportunidades para o RMB. Tem-se como resultado dessa pesquisa que para se tornar hegemônica uma moeda de reserva deve estruturar-se em: liquidez, facilidade dos fluxos de capitais e segurança. Tais conceitos estão intrinsicamente ligados, respectivamente com: mercados financeiros robustos, a estabilidade econômica e a confiança na política monetária são essenciais para qualquer moeda alcançar o status de reserva hegemônica.

Para garantir a liquidez dos ativos denominados em determinada moeda, é essencial que os mercados financeiros do país emissor sejam bem desenvolvidos. Um exemplo disso é a criação dos mercados de *acceptances* nos Estados Unidos, que facilitaram a negociação de títulos em Dólar. Essa característica é crucial para reservas, pois, conforme definido pelo BPM6, esses ativos precisam estar disponíveis rapidamente. Isso pode ser alcançado por meio de mercados financeiros líquidos, como o mercado de títulos do Tesouro americano em que sua conversão em moeda pode ser feita com extrema agilidade.

Outro ponto importante é a facilidade de fluxo de capitais, favorecida pela estabilidade econômica. O comércio exterior é um componente fundamental para o aumento do uso de uma moeda. Ao longo da história, ao comparar Libra Esterlina e Dólar, observa-se que uma das características mais comuns entre elas é o fato de ambas as nações serem potências econômicas em suas respectivas épocas. Esse poder econômico resultou em altos fluxos de capitais para esses países, permitindo que uma parte significativa dessas transações fosse denominada em suas moedas. Assim, ao estabelecer um ambiente estável para transações comerciais, é possível aumentar o uso de uma moeda específica, fazendo com que ela ocupe cada vez mais espaço nas reservas dos países.

Por fim, no que tange ao uso dessas moedas especificamente como reservas por parte dos países, a percepção de segurança que seus ativos carregam é crucial, também entendida como confiança nas regulamentações das moedas. Exemplos como a crise de 2008 e os altos controles de convertibilidade da China demonstram que uma regulamentação inadequada pode gerar falta de segurança em uma moeda, tornando-a muito volátil ou excessivamente restrita. Assim, para que os países confiem suas reservas em determinada moeda, é necessário que haja

a percepção de que esses ativos são seguros, não serão desvalorizados abrupta e inesperadamente, e não ficarão "presos" devido ao excesso de controle do país emissor.

Em resumo, o trabalho forneceu uma visão abrangente das moedas de reserva, destacando a importância de fatores históricos, econômicos e normativos na ascensão de uma moeda ao status de reserva hegemônica. O Dólar americano consolidou sua posição por meio de um desenvolvimento econômico e financeiro significativo, respaldado por políticas monetárias sólidas e a criação de mercados financeiros robustos. A trajetória do RMB mostra um potencial promissor, mas a transição para uma moeda de reserva hegemônica depende de reformas, as quais ocorrem de maneira gradual. Ou seja, o dia de dominância do RMB pode vir, porém não irá chegar em um futuro próximo.

## REFERÊNCIAS

- Banco dos Brics criará sistema de pagamentos tecnológicos para substituir Dólar.** VNExplorer. Disponível em: <https://vnexplorer.net/banco-dos-brics-criara-sistema-de-pagamentos-tecnologicos-para-substituir-dolar-s1752423.html>. Acesso em: 14 jun. 2024.
- BOHOSLAVSKY, J. P.; RAFFER, K. The Legal and Institutional Foundations of the International Monetary System: Revisiting the Bretton Woods Compacts.** *Journal of International Economic Law*, v. 18, n. 1, p. 85-104, 2015.
- BROOME, A. The Currency of Power: The IMF and Monetary Reform in Central Asia.** London: Palgrave Macmillan, 2010.
- COHEN, B. J. Currency Power: Understanding Monetary Rivalry.** Princeton: Princeton University Press, 2015.
- COHEN, B. J. Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition.** Chicago: University of Chicago Press, 2018.
- De-dollarization dreams: why the US dollar won't bow out.** *The Diplomat*. Disponível em: <https://thediplomat.com/2023/09/de-dollarization-dreams-why-the-us-dollar-wont-bow-out/>. Acesso em: 14 jun. 2024.
- EICHENGREEN, B. Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System.** Oxford: Oxford University Press, 2011.
- EICHENGREEN, B. Globalizing Capital: A History of the International Monetary System.** 2. ed. Princeton: Princeton University Press, 2008.
- FLASSBECK, H.; LAPAVITSAS, C. The Battle of the Currencies.** Manchester: Manchester University Press, 2020.
- GOLD, Joseph. Legal and Institutional Aspects of the International Monetary System: Selected Essays, Volume II.** Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1984.
- HE, D. Internationalization of the Renminbi and Its Implications for Monetary Policy.** *International Finance*, v. 19, n. 2, p. 117-135, 2016.
- HENNING, C. R.; KESSLER, M. Currency Wars: The Legal Aspects of International Monetary Relations.** *Journal of International Economic Law*, v. 17, n. 3, p. 467-487, 2014.
- How would a new BRICS currency affect the US dollar?** (Updated 2024). Nasdaq. Disponível em: <https://www.nasdaq.com/articles/how-would-a-new-brics-currency-affect-the-us-dollar-updated-2024>. Acesso em: 14 jun. 2024.
- ILZETZKI, E.; REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. Why is the Dollar King? An Analysis of the Dollar's Reserve Currency Role.** *Journal of International Money and Finance*, v. 104, 2020.

JATAHY, Felipe de Souza. **O Exorbitante Privilégio do Dólar Americano está Sendo Ameaçado pelo Acelerado Crescimento Econômico Chinês?** Monografia de Final de Curso. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia, Rio de Janeiro, Dezembro de 2023.

**Long read: the beginning of the end for the US dollar's global dominance.** USAPP. Disponível em: <https://blogs.lse.ac.uk/usappblog/2024/02/22/long-read-the-beginning-of-the-end-for-the-us-dollars-global-dominance/>. Acesso em: 14 jun. 2024.

MALABU, Robert. **The Money Trap: Escaping the Grip of Global Finance.** London: Palgrave Macmillan, 2013.

MCDOWELL, D. **The Dollar Dominance Hypothesis: Evidence and Implications for Law and Policy.** Review of International Political Economy, v. 28, n. 1, p. 176-195, 2021.

OCAMPO, J. A. **Special Drawing Rights and the Global Reserve System.** Journal of Globalization and Development, v. 1, n. 2, 2010.

OVERHOLT, W. et al. **Renminbi Rising: A New Global Monetary System Emerges.** Hoboken: Wiley, 2016.

**Plano da China para substituir o Dólar americano pelo yuan.** Economia e Negócios. Disponível em: <https://economiaenegocios.com/plano-da-china-para-substituir-o-dolar-americano-pelo-yuan/>. Acesso em: 14 jun. 2024.

PRASAD, E. S. **Gaining Currency: The Rise of the Renminbi.** Oxford: Oxford University Press, 2016.

PRASAD, E. S. **The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance.** Princeton: Princeton University Press, 2014.

PRASAD, E. S. **The Future of the Dollar: The Dollar's Destiny as the World's Dominant Currency.** Brookings Institution, 2019.

PRINGLE, Robert. **The Money Trap: Escaping the Grip of Global Finance.** Londres: Palgrave Macmillan, 2014.

SALVATORE, D. **The Role of the Dollar as an International Currency.** Eastern Economic Journal, v. 19, n. 1, p. 61-74, 1993.

SHAN, W.; SU, J. **The Renminbi's Role in the International Monetary System: A Legal and Institutional Inquiry.** China and World Economy, v. 24, n. 1, p. 101-120, 2016.

SUBACCHI, P. **The People's Money: How China is Building a Global Currency.** New York: Columbia University Press, 2017.

**The Renminbi's rise and its accelerated use in global trade finance.** Asia House. Disponível em: [https://asiahouse.org/research\\_posts/the-Renminbis-rise-and-its-accelerated-use-in-global-trade-finance/](https://asiahouse.org/research_posts/the-Renminbis-rise-and-its-accelerated-use-in-global-trade-finance/). Acesso em: 14 jun. 2024.



WHITE, Stanley; ZHOU, Winni. **How does China manage the yuan, and what is its real value?**. Reuters, 9 ago. 2019. Disponível em <https://www.reuters.com/article/idUSKCN1UZ0JT/>. Acesso em: 14 jun. 2024.