

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

ARGUMENTOS EM TORNO DA ALEGADA NECESSIDADE DE VALORIZAÇÃO  
DA TAXA DE CÂMBIO CHINESA

Pedro Cezar de Andrade  
No. de matrícula 0014516

Orientador: Dionísio Dias Carneiro

Dezembro de 2003

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

---

Pedro Cezar de Andrade

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

## **Agradecimentos**

Ao meu orientador Dionísio Dias Carneiro, pela capacidade de criticar de maneira construtiva e pela oportunidade única de ser seu orientado.

Ao professor Pedro Sampaio Malan, pelo seu entusiasmo e suas sugestões de leitura.

Ao Roberto Vinhães por despertar meu interesse para a questão cambial chinesa.

Ao meu avô, Roberto Paulo Cezar de Andrade, pelas longas e interessantes conversas a respeito das particularidades da história da China.

À minha namorada, Raquel, por sua inesgotável paciência e apoio ao longo da elaboração desse projeto.

## ÍNDICE

|   |    |
|---|----|
| 1. Introdução.....  | 6  |
| 2. O Balanço de Pagamentos da China .....   | 8  |
| 3. Evolução da taxa de câmbio real da China.....  | 13 |
| 4. A origem da polêmica ao redor da taxa de câmbio chinesa .....                                | 19 |
| 5. Argumentos em torno da alegada necessidade de valorização do renminbi .....                  | 23 |
| 5.1 Argumentos de natureza econômica. ....  | 23 |
| a) Efeito sobre o emprego nos Estados Unidos. ....  | 23 |
| b) Argumento da transferência de empresas exportadoras asiáticas para a China. ....             | 24 |
| c) Argumento das divergências macroeconômicas. ....   | 26 |
| d) Argumento do excesso de liquidez no sistema financeiro chinês.....                           | 28 |
| e) Argumento da relevância dos recursos chineses para o financiamento do governo americano..... | 29 |
| 5.2 Argumentos de natureza sistêmica.....   | 31 |
| 5.3 Argumentos de natureza política.....  | 32 |
| 6. Conclusão .....  | 33 |

## ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

|   |    |
|---|----|
| 1. China - Comércio Exterior como % PIB.....                      | 8  |
| 2. Volume de Exportações e Importações - últimos 12 meses.....    | 9  |
| 3. Balança de Mercadorias e Serviços.....                         | 9  |
| 4. Balanço de Pagamentos - Conta Corrente.....                    | 10 |
| 5. China - Investimento Direto Externo.....                       | 11 |
| 6. Conta de Capital da China.....                                 | 12 |
| 7. Taxa de Câmbio Nominal Oficial - China.....                    | 14 |
| 8. Taxa de Câmbio Real Ponderada por Participação Comercial.....  | 16 |
| 9. Evolução da Balança Comercial.....                             | 20 |
| 10. Balança Comercial - Jun 2002 a Jun 2003.....                  | 21 |
| 11. Apreciação Nominal desde Jan-2002 (em % ).....                | 22 |
| 12. Participação Chinesa no Déficit Americano.....                | 23 |
| 13. Superávit Bilateral China-EUA: últimos 12 meses.....          | 24 |
| 14. Fatia Chinesa do Déficit Comercial Americano.....             | 25 |
| 15. China - reservas em moeda estrangeira.....                    | 28 |
| 16. Resultado Fiscal do Governo Americano - últimos 12 meses..... | 29 |
| 17. Participação Chinesa no Aumento da Dívida Americana.....      | 30 |
| 18. Ativos Líquidos em Moeda Estrangeira.....                     | 31 |

## 1. Introdução

Desde a neocolonização do século XIX, a imensa população chinesa já recebia o interesse dos países ocidentais como um mercado consumidor em potencial. A renda, no entanto, era pequena já que a população permanecia predominantemente rural. Foi apenas no século XX sob o comando de Mao Tse-Tung que a China iniciou seu processo de industrialização.<sup>1</sup>

Nas últimas décadas a economia chinesa obteve notáveis taxas de crescimento. Os anos 90 viram o PIB chinês crescer a uma taxa média de 9,7% ao ano, maior do que qualquer outro país asiático e quase o triplo da taxa média de crescimento da economia americana no mesmo período. (O PIB *per capita* chinês cresceu a uma taxa média de 8,6% ao ano enquanto o americano cresceu apenas 2,4%, numa década considerada bastante próspera para os Estados Unidos).

Desde os anos 80, a economia chinesa vem sofrendo um processo de gradual abertura econômica. Possuindo mão de obra barata em abundância, os produtos chineses hoje invadem os mercados dos países desenvolvidos. Dessa forma, a transição de uma economia fechada para uma aberta tem sido realizada com relativo sucesso. Atualmente os chineses são um dos maiores exportadores líquidos para os E.U.A., atingindo um superávit comercial com este país superior a US\$ 100 bilhões nos últimos doze meses.

Os americanos, na tentativa de sanar seu problema de grandes déficits na balança comercial, vêem a questão do comércio com a China como um problema de "proteção cambial". Argumentam que a China está mantendo sua moeda artificialmente desvalorizada, prejudicando a indústria e o emprego dos americanos.

Alguns analistas de mercado afirmam que, nas presentes condições, o renminbi (moeda chinesa) estaria desvalorizado por um fator próximo a 20%, e ganharia valor se o banco central chinês não estivesse mantendo de fato um *peg*. Entretanto, a razão do *peg* não parece vir de uma intervenção por parte do governo chinês visando impulsionar o crescimento do país ao custo da estagnação do resto da economia mundial. Na verdade, mesmo na recente crise asiática, a decisão de fixar a taxa de câmbio foi mantida, como parte de um esforço para prevenir a desvalorização do renminbi. Até meados de 2002, as autoridades chinesas permaneciam preocupadas com uma potencial pressão especulativa contra a moeda, observando que os investidores estrangeiros ainda atribuíam um desconto

---

<sup>1</sup> Macropædia Britannica

ao renminbi com relação ao dólar. Foi apenas no início de 2003 que os humores mudaram e o desconto inverteu-se para um prêmio, fazendo com que as autoridades considerassem pela primeira vez a possibilidade do renminbi estar desvalorizado.<sup>2</sup>

A pressão americana para que a China valorize a sua moeda tem aumentado. Fortalece-se também o *lobby* para que em breve o governo chinês deixe o renminbi flutuar de acordo com as forças de mercado.

O objetivo deste trabalho é organizar os argumentos em torno da questão cambial chinesa, de modo a servir de referência para trabalhos futuros sobre o tema. O texto está dividido em quatro capítulos além dessa introdução. No segundo capítulo, será descrito o balanço de pagamentos da China nos últimos anos, citando políticas governamentais que podem tê-lo afetado nesse período. No terceiro capítulo será feita uma análise sobre a política cambial chinesa e a evolução do câmbio real nos últimos dez anos. O quarto capítulo trará o pano de fundo para a polêmica com relação à taxa de câmbio chinesa. No quinto capítulo serão apresentados argumentos a favor e contra uma possível apreciação do renminbi, de acordo com a discussão que vem sendo observada recentemente na mídia e no meio acadêmico. O sexto capítulo está reservado para conclusões finais.

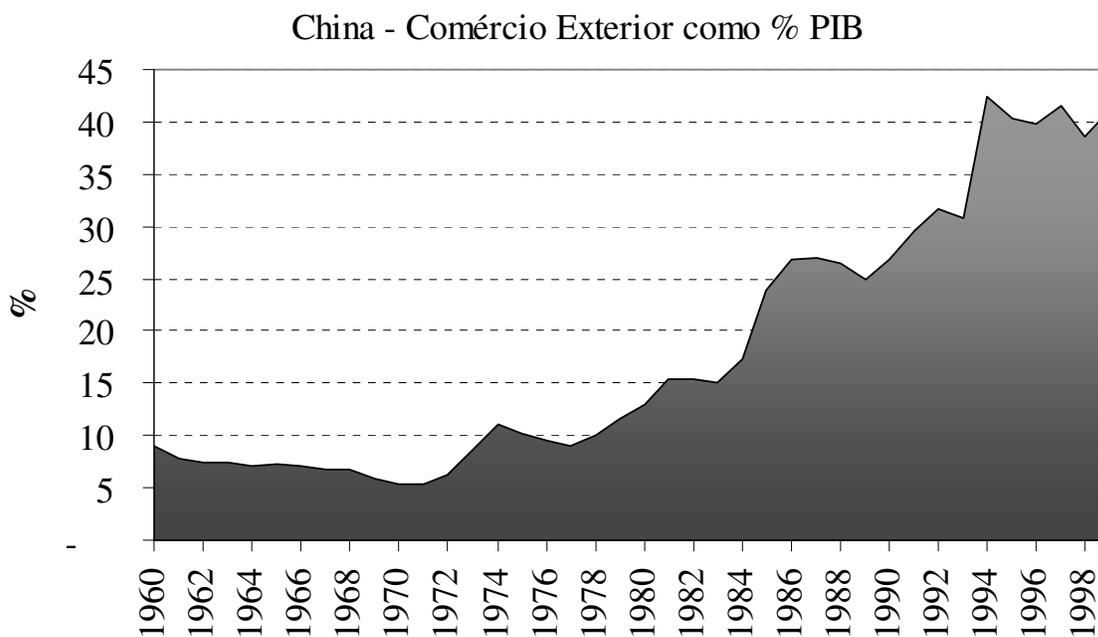
---

<sup>2</sup> Anderson, Jonathan. *UBS Investment Research - Asian Economic Comment*

## 2. O Balanço de Pagamentos da China

Antes de 1978, a China buscava ser auto-suficiente, importando apenas aquelas mercadorias que não poderiam ser produzidas internamente e exportando apenas para conseguir moeda estrangeira necessária para pagar as importações essenciais. O comércio, portanto, representava apenas uma pequena proporção da economia.

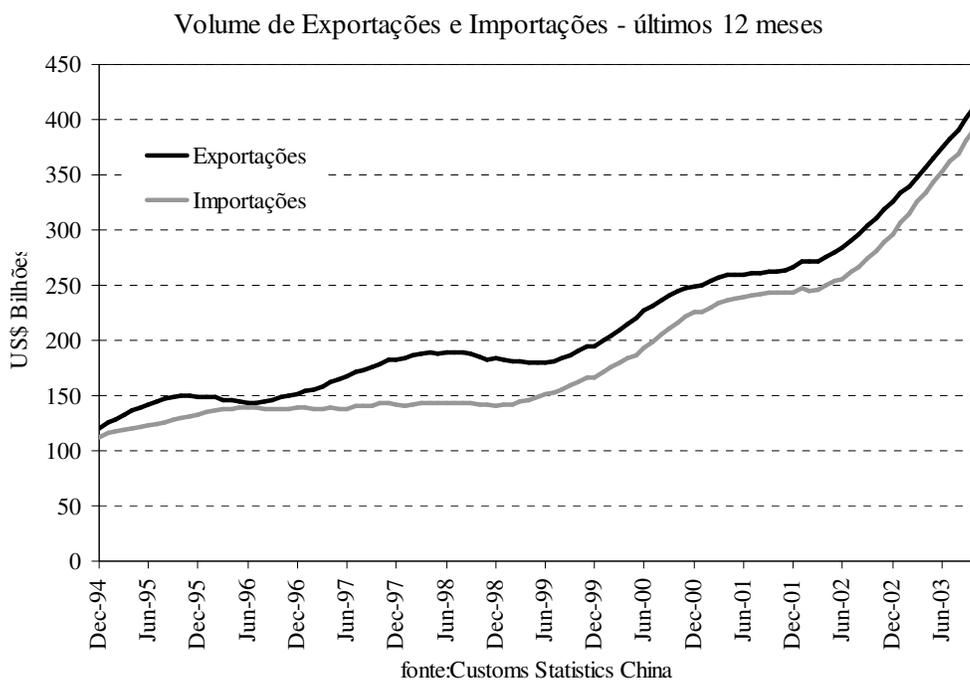
A política de "Portas Abertas" iniciada ao final da década de 70, permitiu não só a entrada de produtos importados como promoveu a expansão das exportações. O comércio exterior passou a ter uma importância cada vez maior na produção chinesa. Em 1978, a soma das importações e exportações como proporção do PIB não passava de 7%. Vinte anos depois o volume de comércio já era equivalente a 37% do PIB do país.<sup>3</sup>



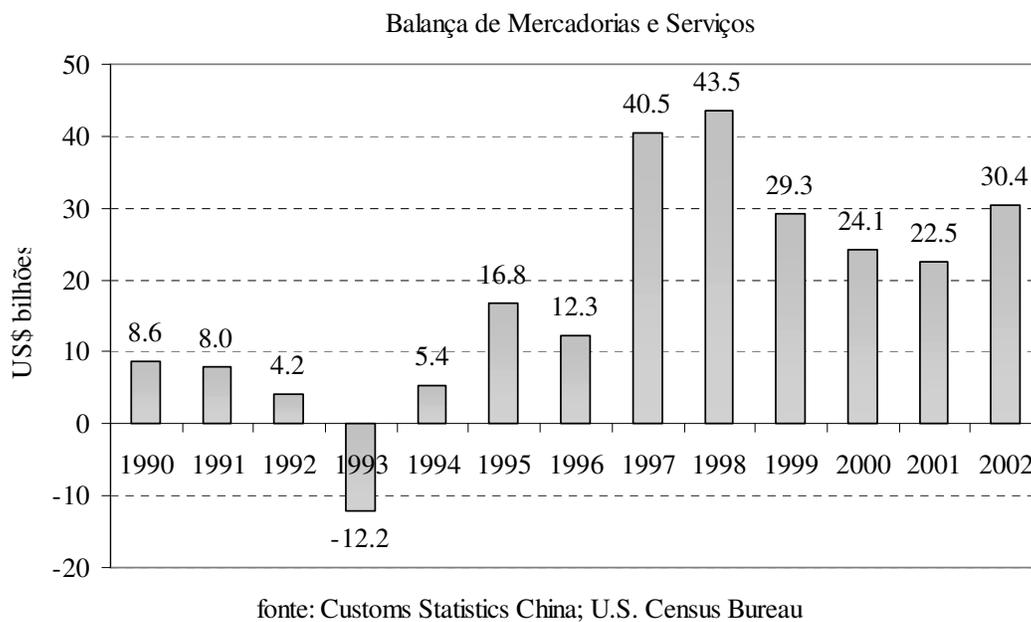
Fonte: Customs Statistics China

Apesar do crescimento no comércio, não houve grandes desequilíbrios entre os fluxos de importação e exportação. Isso pode ser atribuído, em certa medida, à natureza gradual da abertura chinesa. No gráfico abaixo, podemos notar que a expansão das exportações chinesas foi em grande parte acompanhada pelo também crescente volume de importações.

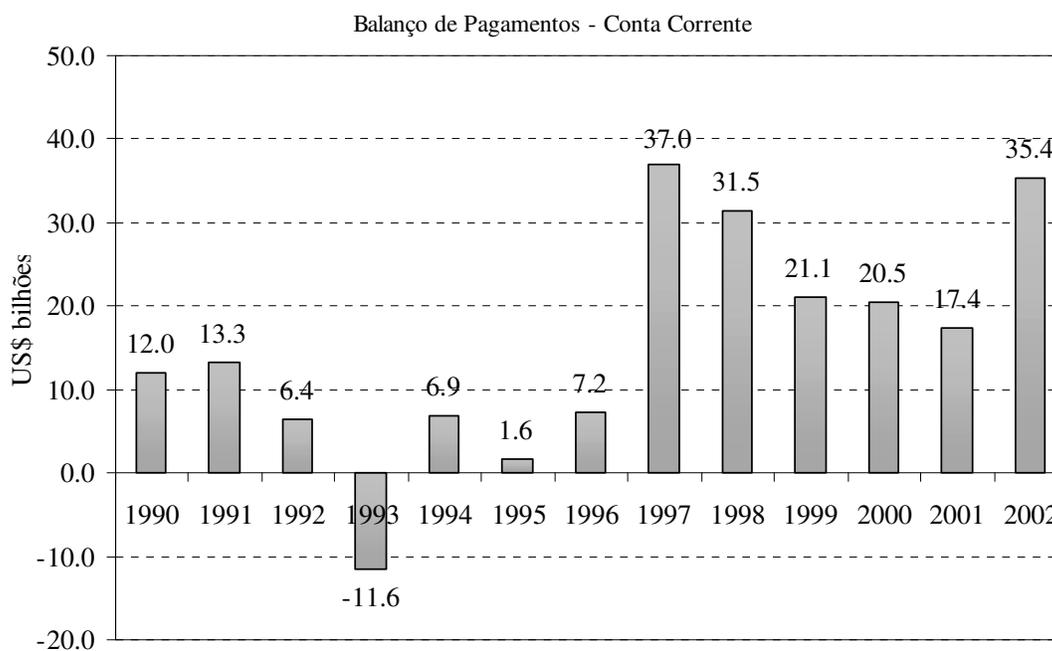
<sup>3</sup> Chow, Gregory C. "China's Economic Transformation" 2002



O resultado da balança comercial, no entanto, tem se mantido superavitário desde 1994. Como consequência, durante os últimos nove anos, a China vem acumulando saldos anuais positivos em conta corrente que variaram de 1,6 a 37 bilhões de dólares.



No gráfico abaixo, vemos que o saldo em conta corrente atingiu seu valor máximo em 1997, somando 37 bilhões de dólares. Esse número representava 4,1% do PIB do país naquele ano. A partir de 1998 o superávit foi gradualmente se reduzindo até atingir 17,4 bilhões de dólares em 2001 (ou 1,5% do PIB). Em 2002, no entanto, houve uma recuperação, quando o superávit representou 2,9% do produto chinês. Estima-se que em 2003 o número encontre-se na faixa dos 2 %.<sup>4</sup>

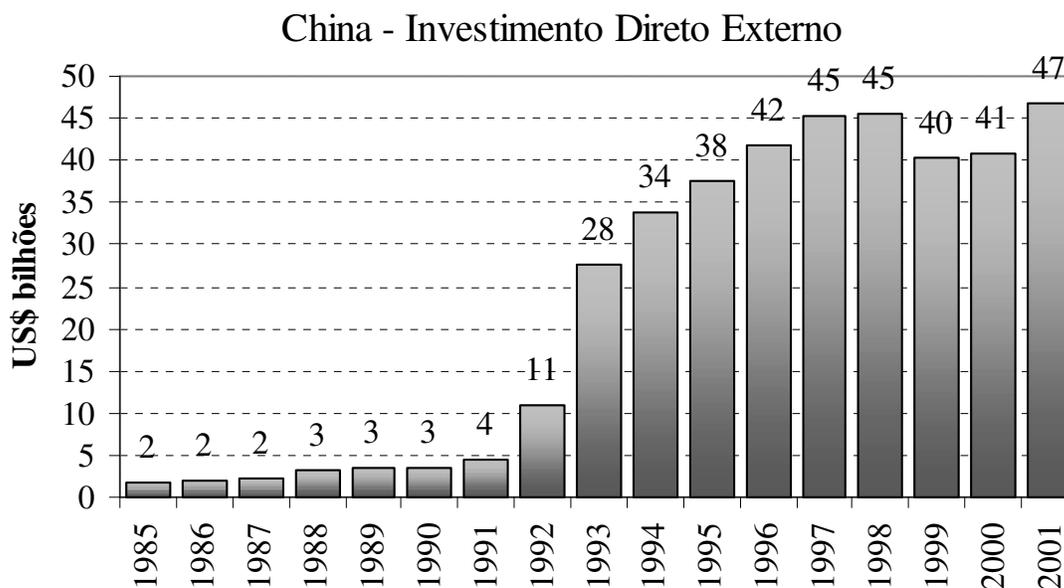


fonte: Customs Statistics China

Outro componente da política de abertura chinesa a partir da década de 80, foi a criação de zonas especiais para o investimento estrangeiro. Nelas, o governo chinês estabeleceu infraestrutura raramente vista nas demais regiões do país e permitiu que investidores de outras partes do mundo aproveitassem da mão de obra local, notavelmente reconhecida por seu baixo custo. Aos poucos, empresas estrangeiras foram construindo suas fábricas tendo como objetivo principal exportar para importantes países consumidores, como os Estados Unidos. Ficou reservado, no entanto, poder discricionário ao governo para incentivar e em alguns casos até mesmo vetar projetos em determinados setores, baseado no que acredita ser do interesse do desenvolvimento da China.

<sup>4</sup> Institute of International Finance

No momento da criação das zonas especiais, outros países do sudeste asiático passavam por um processo mais adiantado do seu desenvolvimento, que havia se acelerado nas décadas de 60 e 70. Para muitas empresas nesses países, o aumento da renda da população significava um custo cada vez mais alto de mão-de-obra. A China, portanto, se apresentava como um ponto estratégico para indústrias intensivas em mão-de-obra. Muitas fábricas passaram a migrar para as zonas especiais chinesas, num processo que se acelerou na década de 90.



fonte: Customs Statistics China

O investimento direto é permitido e estimulado pelo governo chinês. Com relação a fluxos de capital de curto-prazo, no entanto, a política é diferente. Existem restrições no acesso de investidores estrangeiros ao mercado financeiro interno e no acesso de investidores chineses aos mercados internacionais. Dessa forma, ao observarmos os fluxos que compõem a conta de capital da China, vê-se que os principais componentes são: investimento direto, fluxos oficiais com instituições financeiras internacionais, fluxos de crédito de bancos comerciais e empréstimos de residentes ao exterior.

### Conta de Capital da China

|   | 1997          | 1998           | 1999           | 2000          | 2001          | 2002          |
|---|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Investimentos, líquido                          | 47,331        | 41,883         | 37,590         | 44,395        | 38,205        | 49,039        |
| Investimento Direto                             | 41,674        | 41,118         | 36,978         | 37,483        | 37,356        | 46,790        |
| Investimento em ações                           | 5,657         | 765            | 612            | 6,912         | 849           | 2,249         |
| Instituições Financeiras Internacionais         | 2,385         | 2,255          | 1,700          | 1,690         | 1,658         | -219          |
| FMI   | 0             | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             |
| Banco Mundial                                   | 1,211         | 1,078          | 789            | 950           | 663           | -744          |
| Outros credores multilaterais                   | 1,174         | 1,177          | 911            | 740           | 995           | 525           |
| Credores bilaterais oficiais                    | 4,651         | 2,175          | 1,808          | -1,104        | -4,047        | -2,485        |
| Fluxo de crédito de bancos comerciais           | 7,195         | -13,497        | -12,220        | -4,313        | -2,296        | -1,885        |
| Outros credores privados                        | 2,823         | 3,769          | 4,287          | 7,211         | 2,267         | 3,110         |
| Empréstimos de residentes ao exterior, liq.     | -34,828       | -38,871        | -34,930        | -55,171       | 158           | -15,171       |
| Erros e omissões, liq.                          | -30,663       | -22,939        | -10,698        | -2,535        | -5,903        | 7,697         |
| <b>Resultado da conta de capital</b>            | <b>-1,106</b> | <b>-25,225</b> | <b>-12,463</b> | <b>-9,827</b> | <b>30,042</b> | <b>40,086</b> |
| <b>Resultado da conta corrente</b>              | <b>36,963</b> | <b>31,472</b>  | <b>21,115</b>  | <b>20,519</b> | <b>17,404</b> | <b>35,422</b> |
| <b>Reservas em moeda estrangeira (variação)</b> | <b>35,857</b> | <b>6,247</b>   | <b>8,652</b>   | <b>10,692</b> | <b>47,446</b> | <b>75,508</b> |

fonte: IIF Database

A tabela mostra que até 2000 as entradas de investimento direto eram compensadas por outros fluxos de saída de capital, como a conta de empréstimos de residentes ao exterior. Em 2001 esses fluxos se reduziram fazendo com que a conta de capital atingisse um saldo positivo de US\$ 30 bilhões. Combinado com os saldos em conta corrente, as entradas de moeda estrangeira no país somaram 47,4 bilhões de dólares em 2001 e 75,5 em 2002. Dessa forma, o ritmo de acumulação de reservas pelo banco central chinês aumentou. Hoje elas alcançam o patamar de US\$ 400 bilhões. Mais sobre a questão das reservas será abordado no capítulo 5

### 3. Evolução da taxa de câmbio real da China

De acordo com Zhang (1996), no período anterior às reformas econômicas chinesas, o sistema cambial era caracterizado pelo controle estrito das operações de compra e venda de moeda estrangeira e pela rigidez da taxa de câmbio do renminbi com relação às demais moedas do mundo. A taxa de câmbio, portanto, atuava em grande parte apenas como uma ferramenta contábil no país e falhava em ajustar o volume de comércio. As transações comerciais eram monopólio do Estado, que determinava com que parceiros as firmas estrangeiras podiam estabelecer contratos de exportação e importação. Nesse contexto, os comerciantes não tinham incentivos para ajustar o volume de sua produção em resposta à mudanças nos preços internacionais e na taxa de câmbio.

Foram tomadas, posteriormente, algumas medidas para promover as exportações, como subsídios, descentralização das decisões de produção, e a criação de instituições de controle e regulação. Quanto à questão cambial, foi criado um sistema de retenção onde os exportadores deviam entregar seus rendimentos em moeda estrangeira, e em troca, recebiam quotas proporcionais aos seus ganhos.<sup>5</sup>

Em 1981, a China introduziu um sistema de câmbio dual: uma taxa de câmbio foi criada para transações não-comerciais (a 1.5 renminbi por dólar), e outra, mais favorável, para o estabelecimento de transações comerciais com os demais países do mundo. Esse regime foi abandonado em 1985 e retomado em 1986, com o estabelecimento de centros de ajustamento cambial (FEACS) e centros de *swap*. Nesses centros, era permitido à determinadas empresas aprovadas pelo governo, comprar e vender quotas de retenção de moeda estrangeira. Quando a China abriu suas portas ao comércio em 1988, o prêmio pago pelo câmbio dentro desses centros de *swap* cresceu cerca de 80 por cento, uma vez que já era grande o número de participantes e a demanda por produtos estrangeiros, antes suprimida, crescia consideravelmente. O mercado de *swap* passou a dominar as transações de moeda estrangeira na China, o que representava de 80 a 85 por cento de todas as atividades do tipo em mais de 100 centros de *swap*.

Com políticas mais flexíveis sendo adotadas periodicamente, a taxa de câmbio oficial continuou em efeito fixada ao dólar. Uma série de pequenos ajustes adicionais foram elaborados e sucessivas desvalorizações foram feitas de 1991 a 1994, de forma a reduzir distorções de preços e promover as exportações. O governo chinês, no entanto, efetuou tais

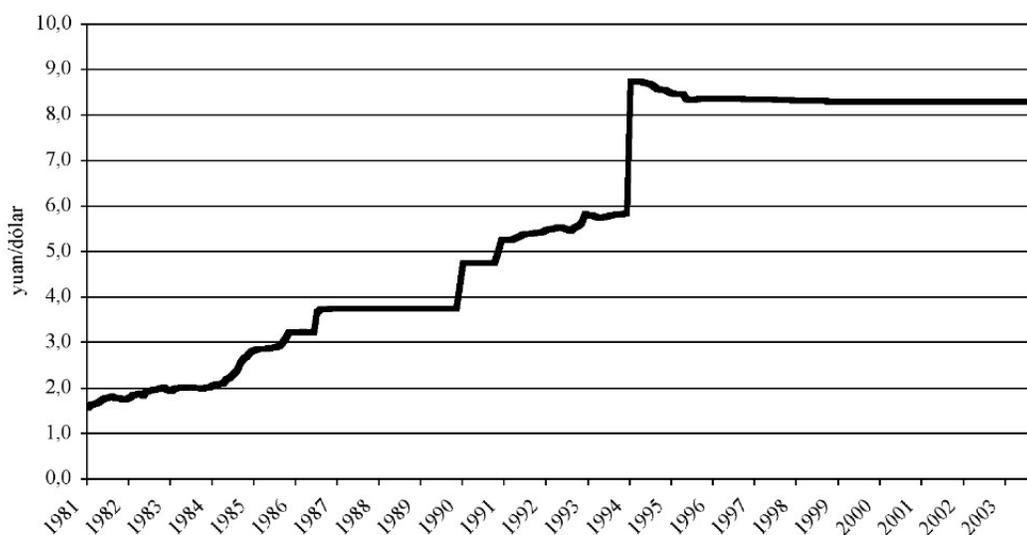
---

<sup>5</sup> Em detalhes: Zhang (1996)

desvalorizações com bastante cautela, temendo o efeito inflacionário de uma grande desvalorização.

Um passo notável na reforma do sistema cambial foi a unificação das duas principais taxas de câmbio chinesas (as taxas dos centros de *swap* e a oficial) que permitiu pequena margem de flutuação para as taxas de câmbio no final de 1993. Com a unificação, a taxa de câmbio estabeleceu-se num patamar de 8.7 renminbi por dólar, próximo ao valor que era negociado nos mercados não-oficiais. Depois dessa unificação, houve uma pequena valorização até que a taxa atingisse os 8.3 renminbi por dólar atuais.

**Taxa de Câmbio Nominal Oficial - China**



fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

Como foi visto no primeiro capítulo, a partir de meados da década de 90 o saldo comercial da China passou a atingir crescentes resultados positivos. Nesse período, pode-se observar também, que a taxa de câmbio nominal com relação ao dólar permaneceu constante. Taxas de câmbio nominal, no entanto, não são adequadas para analisar efeitos do câmbio sobre competitividade comercial ao longo do tempo, já que não capturam os diferenciais de inflação entre países.

Pode-se considerar que, em termos de competitividade comercial, inflação tenha efeito semelhante a apreciações nominais, já que torna as importações mais baratas em relação às exportações para um determinado país. Seguindo esse princípio, índices de câmbio real podem ser criados a partir do câmbio nominal e dos diferenciais de inflação entre os países em questão. Poderia ser feito, por exemplo, um índice que medisse variações reais no câmbio da China com relação aos Estados Unidos, a fim de observar se

no período de superávits crescentes houve auxílio do diferencial de inflações, que poderia ter tornado os produtos chineses mais baratos ao longo do tempo. Por outro lado, quando consideramos os diferenciais de inflação apenas entre China e Estados Unidos estamos ignorando o fato de que a China possui fluxos comerciais significativos com outros países e, conseqüentemente, ignorando também os efeitos na competitividade comercial das variações reais no câmbio chinês com relação à moeda desses países. Uma maneira de solucionar esse problema é medir as variações reais no câmbio da China não com relação a apenas um país, mas com relação a uma “cesta” de moedas de países que representariam seus parceiros comerciais - ponderados por sua participação nos fluxos de comércio.

Dessa forma, a fim de observar o que aconteceu com o câmbio real da China desde o momento em que sua taxa foi fixada ao dólar, construiu-se um índice de taxa de câmbio real não só com relação aos Estados Unidos como com relação aos principais parceiros comerciais do país. Para tanto, foram utilizados dados de câmbio e inflação<sup>6</sup> que cobrem o período que vai de janeiro de 1994 a junho de 2003. Os pesos para cada moeda foram estabelecidos a partir de dados sobre os principais parceiros comerciais da China em 2001<sup>7</sup>, e foram calculados com base na soma do fluxo total de comércio (importações mais exportações) bilateral sobre o fluxo total de comércio da China com o exterior. A equação resultante está demonstrada abaixo.

$$\text{TCRPCP} = \frac{\text{RMB}}{0,20*\text{JPY} + 0,19*\text{USD} + 0,18*\text{EUR} + 0,13*\text{HKD} + 0,09*(\text{MYR}+\text{IDR}+\text{THB}+\text{PHP})/4 + 0,08*\text{KRW} + 0,07*\text{TWD} + 0,02*\text{RUB} + 0,02*\text{AUD} + 0,02*\text{CAD}}$$

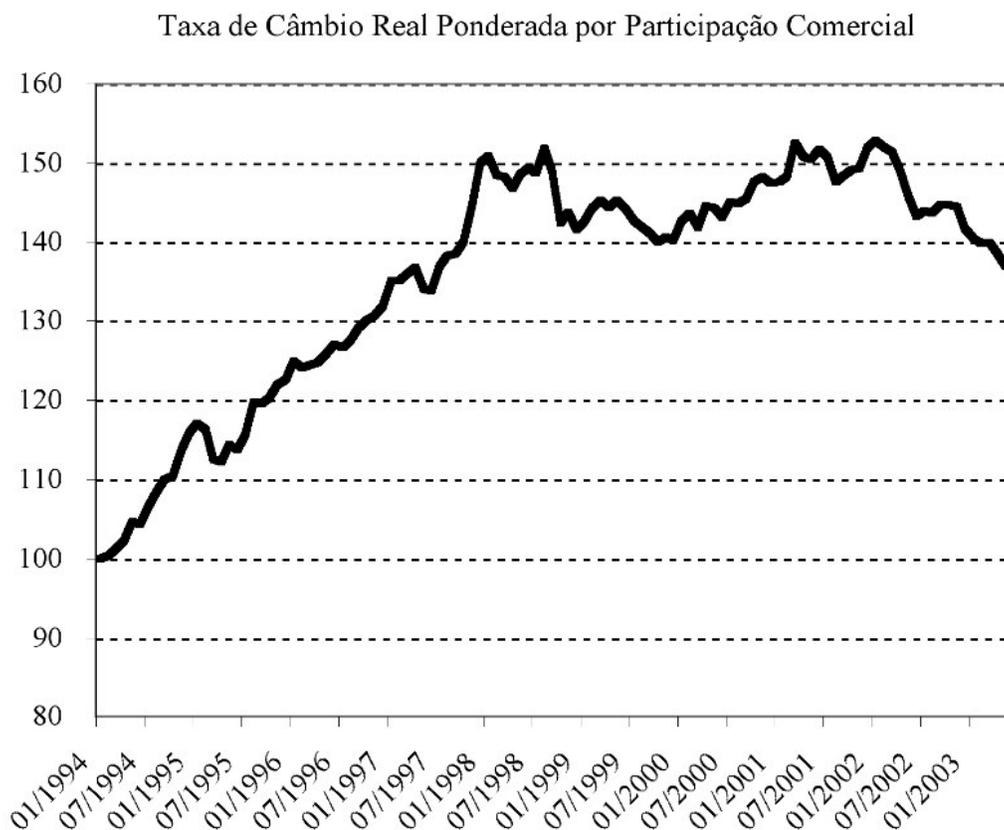
Onde cada código representa a taxa de câmbio nominal de cada país deflacionada pela inflação doméstica ao consumidor:

RMB = China; JPY = Japão; USD = Estados Unidos; EUR = Europa e Alemanha (como *proxy* nos anos que precederam o Euro); HKD = Hong Kong; (MYR+IDR+THB+PHP)/4

<sup>6</sup> fonte: Bloomberg

<sup>7</sup> fonte: People's Daily, 13 de fevereiro de 2002.

= Associação dos Países do Sudeste Asiático (respectivamente: Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas); KRW = Coreia do Sul; TWD = Taiwan; RUB = Rússia; AUD = Austrália, CAD = Canadá.



Ao observar a evolução do índice, alguns pontos importantes podem ser destacados. Desde o início do período em observação, até janeiro de 1998, por exemplo, a taxa de câmbio real chinesa apresentou forte apreciação real - em torno de 50%. A razão para a primeira parte desse movimento, no período entre janeiro de 1994 e julho de 1997, pode ser encontrada em grande parte na própria economia chinesa. Oppers (1997) faz uma descrição dos principais ciclos macroeconômicos na China, mostrando que apesar do sucesso alcançado no crescimento econômico do país, houve surtos importantes de aceleração inflacionária. Em 1992 e 1993, o governo chinês permitiu que o volume de crédito na economia se expandisse rapidamente. O resultado foi visto tanto na elevação das taxas de crescimento do PIB naqueles anos quanto em taxas de inflação superiores.

Para desaquecer a economia, o governo adotou um plano que incluía aumentos nas taxas de juros, redução do crédito do banco central a outros bancos e restrições para a obtenção de financiamento por empresas. O programa de ajuste não foi capaz de conter a inflação imediatamente, os preços em outubro de 1994, por exemplo, atingiam valores 25% superiores que nos 12 meses anteriores. A partir de 1994, no entanto, a economia começou a se desacelerar gradualmente. Como consequência, durante os dois anos seguintes a inflação se reduziu, atingindo níveis bastante moderados em julho de 1997.

A aceleração inflacionária na China ocorreu num período em que seus principais parceiros comerciais tiveram inflação baixa. Sendo assim, houve uma apreciação real significativa da taxa de câmbio chinesa. Esse, por outro lado, foi o último surto inflacionário que o país sofreu, e desde então o banco central chinês vem conseguindo manter os preços sobre controle.

Com a crise asiática ocorrida em 1997, países relevantes nas transações comerciais chinesas sofreram desvalorizações nominais significativas, o que explica o movimento de apreciação real que vai de julho de 1997 a janeiro de 1998.

Em seguida o índice mostrou-se praticamente estável, o que pode indicar que foi influenciado apenas pelas variações nominais nas taxas de câmbio de parceiros importantes como Japão e Europa. Por último, pode ser observada, a partir de janeiro de 2002, uma gradual diminuição no índice. Um provável motivo para isso está na recente desvalorização do dólar com relação às principais moedas que compõem o sistema monetário internacional, enquanto que o renminbi mantém sua paridade com a moeda americana. Mais sobre esse ponto será abordado no capítulo 4.

A relevante apreciação real capturada pelo índice torna curiosa a questão do crescimento dos superávits comerciais chineses. De acordo com a teoria econômica, poderíamos esperar que o aumento constante dos superávits estaria sendo causado por depreciações reais ao longo do tempo, que tornariam as exportações chinesas mais competitivas. O resultado, no entanto foi oposto. Assim, deveria haver algum outro fator importante influenciando o comércio chinês.

Zhang (1996) utilizou uma abordagem empírica para investigar a relação de causalidade entre a taxa de câmbio chinesa e o superávit comercial do país no período que vai de janeiro de 1991 a fevereiro de 1996. Em sua análise, o autor não encontrou evidências sugerindo que variações nas taxas de câmbio (nominais e reais) causassem efeito significativo sobre a balança comercial da China. Assim, concluiu que apesar do

sucesso do programa de reforma econômica no país, até aquele momento as decisões que afetariam o comércio exterior não pareciam responder da forma esperada em uma economia de mercado.

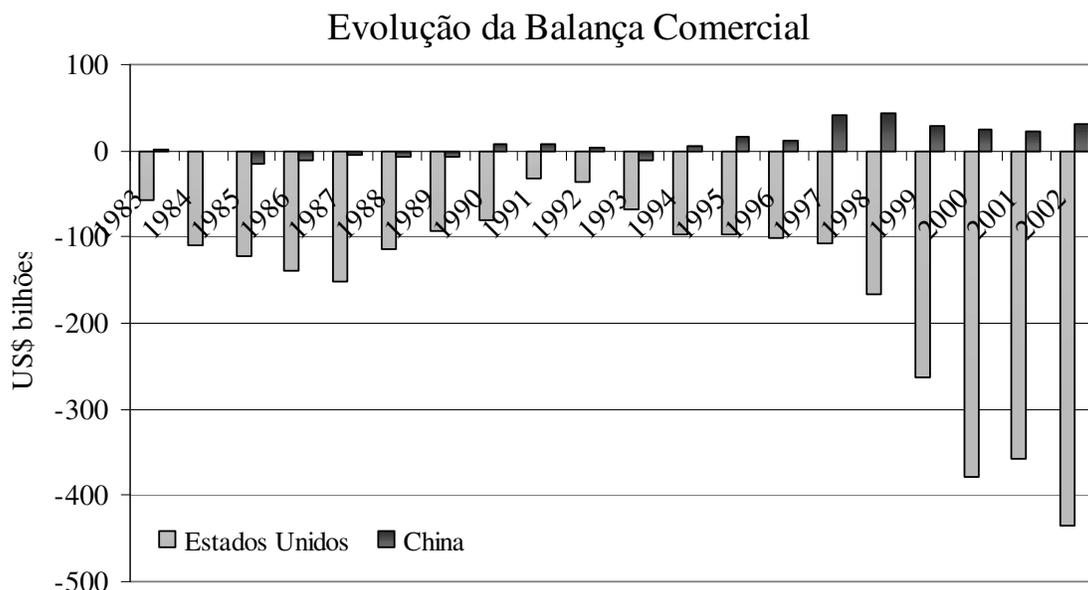
O resultado encontrado é coerente com o que foi visto nesse capítulo. De qualquer forma, seria necessária uma análise empírica compreendendo dados mais recentes para colocar um ponto final nessa questão. Novos estudos nesse sentido seriam de grande valor para a discussão em torno da alegada necessidade de apreciação cambial na China.

#### **4. A origem da polêmica ao redor da taxa de câmbio chinesa**

A estratégia adotada pelas economias asiáticas após a crise de 1997 foi de aumentar as reservas cambiais, a um nível superior que o anterior à crise, a fim de evitar novas instabilidades. Ao longo da recuperação, bancos centrais de países como Taiwan, Singapura, e Malásia foram cautelosos com tal política de acúmulo de reservas, de forma a evitar que uma valorização excessiva de suas moedas afetasse o processo de retomada do crescimento. Bancos centrais optaram por uma forte política de intervenção e o que se observou foi, de fato, um aumento significativo no nível de reservas cambiais. Atualmente, com as perspectivas econômicas para Ásia melhorando, a pergunta que vem sendo feita em outras partes do mundo é por quê os bancos centrais asiáticos continuam intervindo.

Dentro da Ásia a visão é diferente: é grande a preocupação com competitividade das exportações, justificada pela recuperação relativamente recente (que poderia não estar ainda consolidada) e pela atual incerteza no cenário global. Moedas como o dólar de Hong Kong e o ringgit da Malásia, claramente ligados ao dólar, têm se beneficiado da sua recente depreciação. Em Singapura, de maneira semelhante, a taxa de câmbio com relação ao dólar é mantida dentro de uma banda estreita. Desde 94, como foi visto anteriormente, a moeda chinesa está fixada ao dólar.

Atualmente, a discussão sobre a influência da taxa de câmbio do renminbi sobre os déficits comerciais americanos aumentou. O gráfico abaixo mostra a evolução do déficit comercial norte americano nos últimos 20 anos. Nota-se que, a partir do ano de 1998, o déficit da balança comercial ultrapassou o patamar negativo de 150 bilhões e se encontra hoje em seu maior nível histórico. No período entre junho de 2002 e junho de 2003, como mostra o gráfico seguinte, o déficit atingiu US\$ 530 bilhões, e trouxe resultado negativo em conta corrente da ordem de 5% do PIB do país. É o maior déficit tanto em termos nominais quanto em proporção do PIB que os Estados Unidos já tiveram, e explica em boa medida a vontade do governo americano em ver o dólar depreciar (de forma a tornar seus produtos mais competitivos no mercado mundial).



fonte: Customs Statistics China; U.S. Census Bureau

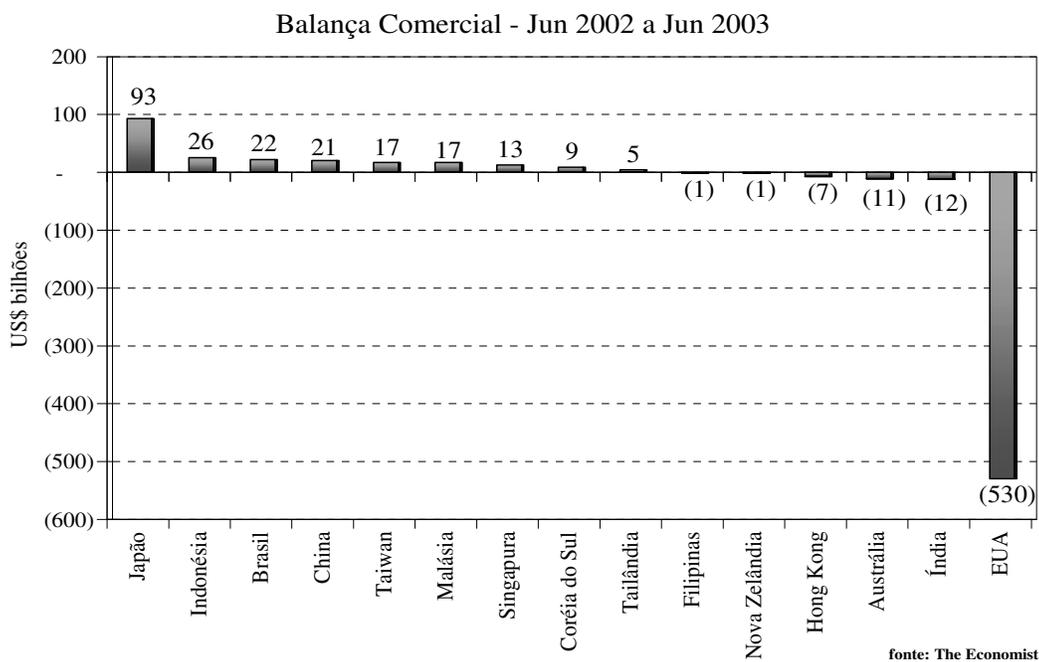
Déficits na balança comercial implicam que um país está consumindo mais produtos estrangeiros do que é capaz de exportar. O saldo resultante precisa ser financiado com moeda estrangeira proveniente de fluxos de capitais vindos do exterior ou com reservas do banco central. Frequentemente a demora do ajustamento traz desconfiança nos mercados de capitais internacionais, fazendo crescer a suspeita de que uma desvalorização é inevitável. Como foi visto no Brasil e na Argentina recentemente, o que se segue é a relutância de investidores estrangeiros em enviar novos capitais ao país. A desconfiança pode fazer com que os fluxos de capitais sejam interrompidos de forma abrupta (*sudden stop*). Dessa maneira, secam-se os dólares utilizados nas compras externas e pagamentos de dívida internacional e o banco central começa a perder reservas. Essas, por sua vez, são limitadas, obrigando que o país ajuste suas contas externas - geralmente com uma desvalorização nominal da taxa de câmbio - em algum momento.

Os Estados Unidos têm o privilégio de poder cobrir seus déficits internacionais com sua própria moeda. Não existe, portanto, o problema da escassez de dólares, já que esses são emitidos pelo seu próprio Banco Central (*Federal Reserve*). Por esse motivo, o país é capaz de sustentar déficits relevantes nas suas contas externas por um tempo consideravelmente maior que outras economias em situação semelhante. O limite seria uma situação de desconfiança total com a moeda em si e com a capacidade do governo

americano em pagar seus títulos de dívida. Tal situação poderia levar bancos centrais do resto do mundo a trocar suas reservas em dólares por outras moedas, como o euro. Esse, no entanto, ainda parece ser um cenário improvável se levarmos em conta a reputação do governo americano em honrar suas dívidas.

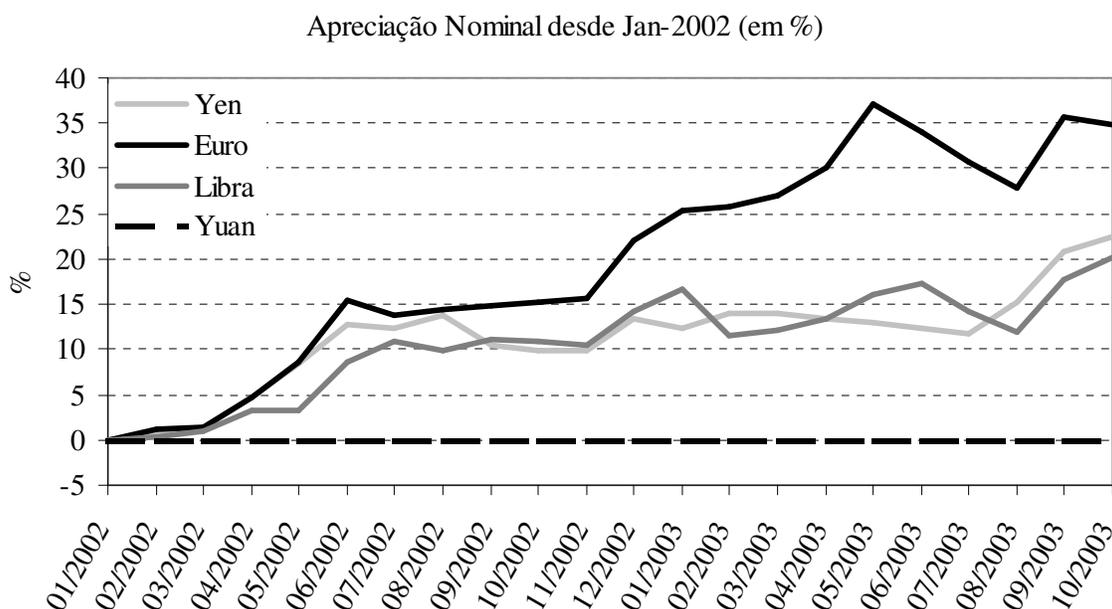
No mesmo gráfico, outro ponto importante a ser notado é que, ao contrário do que se esperaria com toda polêmica americana ao redor do nível "excessivamente depreciado" da moeda chinesa, a China vem apresentando superávits moderados. Nos últimos 12 meses<sup>8</sup> o superávit em proporção ao PIB não passou de 1,7%.

O nível atual do superávit da balança comercial chinesa pode ser também contrastado com os superávits comerciais em proporção do PIB de outros países do Sudeste Asiático, em particular Malásia e Singapura com 18,3% e 14,6%, respectivamente. Em termos nominais, como pode ser visto no próximo gráfico, o superávit comercial chinês foi equivalente ao brasileiro, em torno de US\$ 20 bilhões, e menor que o japonês, calculado em US\$ 93 bilhões no período.



<sup>8</sup>Período que vai de junho de 2002 a junho de 2003

A razão das críticas, por sua vez, está concentrada no fato que o câmbio da China está fixo com relação ao dólar, deixando todo o esforço do ajuste americano para outras moedas importantes, como o euro.



Desde o início de 2002 o euro apreciou 35% em termos nominais com relação ao dólar. Em menor medida, a libra e o yen também se ajustaram, apreciando em torno de 20%. Enquanto isso o renminbi manteve a mesma taxa de câmbio (fixa desde 94) com relação ao dólar. O renminbi, ao acompanhar o movimento do dólar, está se depreciando com relação aos principais mercados mundiais. Os europeus reclamam que por o renminbi estar fixo, o euro está absorvendo uma parcela injusta da apreciação do dólar.

No momento, existem fortes entradas de divisas pelas fronteiras chinesas: corretores de bolsa, gestores de fundos de investimento, executivos, especuladores de moeda, todos estão apostando em uma valorização. Uma *proxy* para esse fluxo seria a conta de "Erros e Omissões" do balanço de pagamentos. Seu resultado indica que entre 1990 e 2001 havia saída de recursos. Em 2002, no entanto, o fluxo se inverteu, atingindo US\$ 7,8 bilhões.

## 5. Argumentos em torno da alegada necessidade de valorização do renminbi

### 5.1 Argumentos de natureza econômica.

#### a) Efeito sobre o emprego nos Estados Unidos.

Os Estados Unidos afirmam que o câmbio fixo chinês está custando empregos no país<sup>9</sup>, principalmente nos setores intensivos em mão-de-obra, que não conseguem competir com o baixo preço das importações vindas da China. A tabela abaixo mostra em que setores estão os principais déficits bilaterais dos Estados Unidos com o país e a participação chinesa no saldo total americano para cada tipo de produto. Os dados demonstram o peso dos produtos manufaturados no déficit comercial americano (71,7%). A China representa hoje quase um terço do saldo total de importações americanas desse tipo de produto.

#### Participação Chinesa no Déficit Americano

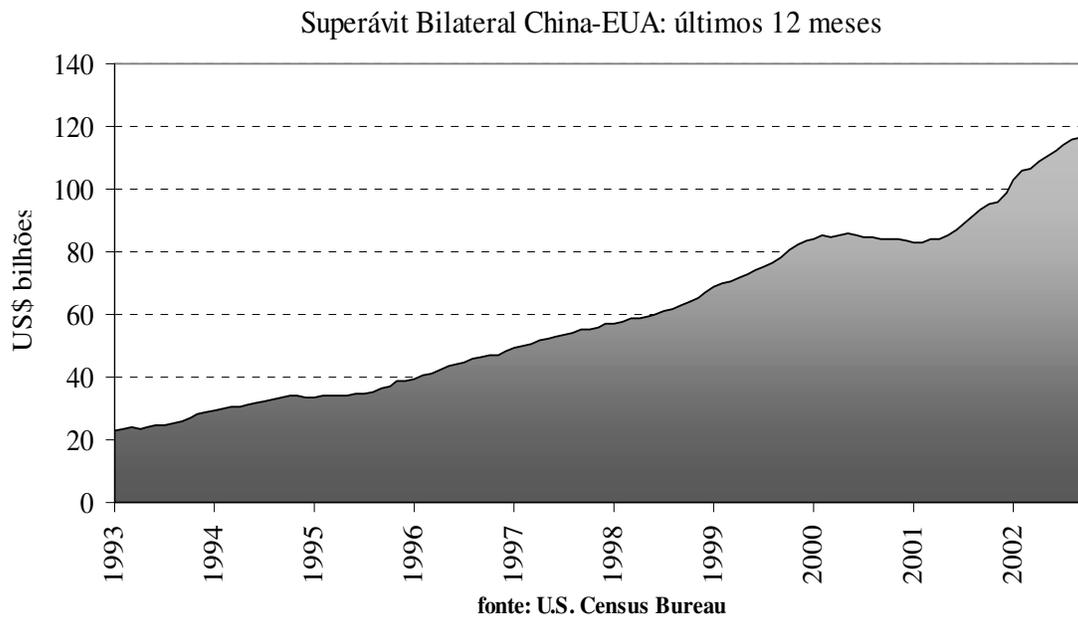
|  | Saldos comerciais americanos em US\$ bilhões, por tipo de mercadoria |              |               |               |               |               |                      |            |            |
|--|--|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------------|------------|------------|
|  | Provenientes da China  |              |               | Total         |               |               | Participação chinesa |            |            |
|  | 2000   | 2001         | 2002          | 2000          | 2001          | 2002          | 2000                 | 2001       | 2002       |
| Produtos agrícolas                     | 0.8  | 1.0          | 0.7           | 2.3           | 1.6           | -2.8          | 35%                  | 62%        | -27%       |
| Mineração                              | -0.4   | 0.2          | 0.3           | -139.8        | -127.5        | -119.1        | 0%                   | 0%         | 0%         |
| Manufaturados                          | <b>-90.8</b>   | <b>-90.3</b> | <b>-111.9</b> | <b>-319.3</b> | <b>-303.1</b> | <b>-365.2</b> | <b>28%</b>           | <b>30%</b> | <b>31%</b> |
| Aço e ferro                            | -0.6   | -0.4         | -0.4          | -12.9         | -9.0          | -9.9          | 5%                   | 5%         | 4%         |
| Químicos                               | 0.4  | 0.0          | -0.3          | 6.7           | 1.2           | -7.0          | 5%                   | -1%        | 4%         |
| Outros semi-manufaturados              | <b>-7.7</b>  | <b>-8.4</b>  | <b>-10.4</b>  | <b>-37.1</b>  | <b>-36.2</b>  | <b>-42.2</b>  | <b>21%</b>           | <b>23%</b> | <b>25%</b> |
| Máquinas e equip. de transporte        | -28.6  | -26.3        | -36.5         | -151.8        | -133.8        | -165.5        | 19%                  | 20%        | 22%        |
| Maq. geração de eletricidade           | -0.2   | -0.1         | -0.2          | 2.3           | 1.0           | 1.9           | -10%                 | -10%       | -13%       |
| Outras máquinas não-elétricas          | -0.9   | -0.9         | -1.5          | 6.6           | 5.4           | 1.2           | -14%                 | -17%       | -128%      |
| Equip. de escritório e telecom.        | <b>-19.3</b>   | <b>-18.3</b> | <b>-27.3</b>  | <b>-62.1</b>  | <b>-46.1</b>  | <b>-64.0</b>  | <b>31%</b>           | <b>40%</b> | <b>43%</b> |
| Máquinário e aparatos elétricos        | -7.9   | -7.9         | -8.9          | -12.9         | -12.5         | -16.2         | 61%                  | 63%        | 55%        |
| Produtos automotivos                   | -0.4   | -0.5         | -0.7          | -103.0        | -101.7        | -109.5        | 0%                   | 0%         | 1%         |
| Outros equip. de transporte            | 0.1  | 1.4          | 2.2           | 17.3          | 20.2          | 21.3          | 1%                   | 7%         | 10%        |
| Têxteis                                | -1.8   | -1.9         | -2.5          | -5.0          | -4.9          | -6.3          | 36%                  | 38%        | 40%        |
| Vestuário                              | -8.9   | -9.2         | -10.1         | -58.5         | -59.4         | -60.7         | 15%                  | 16%        | 17%        |
| Outros bens de consumo                 | <b>-43.5</b>   | <b>-44.2</b> | <b>-51.8</b>  | <b>-60.8</b>  | <b>-60.9</b>  | <b>-73.7</b>  | <b>72%</b>           | <b>72%</b> | <b>70%</b> |
| Total de mercadorias *                 | -91.4  | -90.1        | -111.4        | -477.7        | -449.1        | -509.1        | 19%                  | 20%        | 22%        |
| * inclui mercadorias não especificadas |  |              |               |               |               |               |                      |            |            |

fonte: Organização Mundial do Comércio

<sup>9</sup> "The New York Times", 26 de agosto de 2003

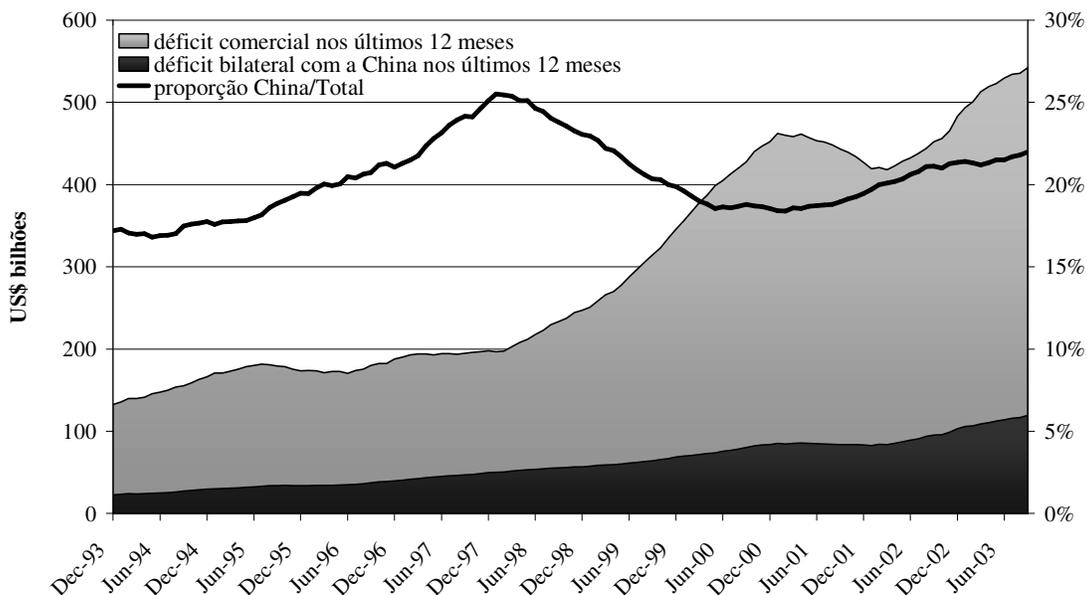
b) Argumento da transferência de empresas exportadoras asiáticas para a China.

Nos últimos 12 meses (até Setembro de 2003), a China acumulou com os Estados Unidos um superávit bilateral de US\$ 120 bilhões. Essa quantia representa, portanto, mais que 20% do déficit comercial americano atual.



Outro dado que merece ser observado é o ritmo do crescimento do déficit comercial americano total em comparação com o déficit bilateral com a China. Apesar de todo o crescimento recente da exportação chinesa para os Estados Unidos, a sua participação no déficit total americano está hoje abaixo do seu nível máximo (alcançado em meados de 1998).

### Fatia Chinesa do Déficit Comercial Americano



fonte: U.S. Census Bureau

O governo chinês argumenta que a transferência de empresas exportadoras, de outros países asiáticos, para a China explica em boa parte o aumento do superávit bilateral com os Estados Unidos<sup>10</sup>. Entre 2000 e a primeira metade de 2003, enquanto o superávit da China com os Estados Unidos aumentou em US\$ 28 bilhões, o superávit de outros países asiáticos (Malásia, Japão, Singapura, Tailândia, Taiwan, Indonésia, Coreia do Sul e Filipinas) somados diminuiu em US\$ 26 bilhões. Portanto, os chineses argumentam que o que vem acontecendo não passa de uma "transferência de superávits", ou seja, ao invés de exportar de outros países asiáticos, muitas empresas atualmente exportam da China. O superávit comercial total do país não aumentou porque as importações vindas dos vizinhos asiáticos aumentaram praticamente na mesma medida em que as exportações para os Estados Unidos. A China manteve um déficit de US\$ 57,8 bilhões em 2002 com o resto da Ásia.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Financial Times, 21 de setembro de 2003.

<sup>11</sup> Excluindo Hong Kong. Existe controvérsia entre a contabilidade americana e chinesa com relação ao déficit bilateral entre os dois países. Um dos motivos é que os E.U.A. consideram produtos chineses importados *através* de Hong Kong como importação proveniente da China, enquanto que o governo chinês os contabiliza como exportação com *destino* Hong Kong. O número para o superávit bilateral calculado pelos chineses torna-se, portanto, significativamente menor do que o calculado pelos americanos. Em maiores detalhes consultar; Feenstra, Hai, Woo e Yao (1998).

## c) Argumento das divergências macroeconômicas.

Feenstra, Hai, Woo e Yao (1998) afirmam que grande parte do surto recente no déficit bilateral americano com a China pode ser explicado por divergências macroeconômicas fundamentais entre os dois países. Para ilustrar o argumento propõe-se uma equação para a determinação do resultado em conta corrente - cujo componente principal é a balança comercial. De acordo com a teoria econômica, os determinantes do saldo comercial são macroeconômicos e de natureza estrutural, reagindo ao comportamento da poupança e do investimento:<sup>12</sup>

$$CA = (S-I)^{\text{privado}} + (S-I)^{\text{estatais}} + (S-I)^{\text{governo}}$$

Onde: CA = saldo em conta corrente

S = poupança

I = investimento

Portanto, para um dado valor da taxa de câmbio, uma política fiscal expansionista diminuiria CA ao diminuir  $(S-I)^{\text{governo}}$ . Uma política monetária expansionista, de maneira semelhante, diminuiria CA ao aumentar os gastos em investimentos das empresas estatais e privadas.

Por outro lado, qualquer fator estrutural que aumente  $S^{\text{privado}}$  sem diminuir  $I^{\text{privado}}$ , *ceteris paribus*, estaria aumentando CA. Essa, segundo os autores, é a situação da China após o início do processo de desregulamentação da economia em 1978. Após o período de planejamento central, o isolamento do comércio exterior e a promoção da auto-suficiência interna permitiram o aparecimento de oportunidades de arbitragem e nichos de mercado altamente lucrativos. Os investidores privados, no entanto, não puderam investir imediatamente, já que não era possível obter financiamento com os bancos (todos ainda estatais) nem com qualquer instituição financeira fora do país. Assim, a única maneira de conseguir recursos para um investimento era acumular poupança suficiente para abrir seu próprio negócio. Numa economia aberta ao comércio mas com restrições ao movimento de capitais, a incapacidade dos bancos de canalizar o fluxo existente de poupança privada para

---

<sup>12</sup> Sachs (1982) e Sheffrin e Woo (1990) em Feenstra, Hai, Woo e Yao (1998)

o volume desejado de investimento torna possível o fenômeno duplo de altas taxas de poupança privada e superávits persistentes em conta corrente.<sup>13</sup>

Na China, a poupança motivada pela demanda por investimento seria apenas um dos fatores por trás das altas taxas de poupança. Outros fatores importantes seriam a baixa abrangência dos sistemas de seguridade social e o perfil demográfico da população. A inexistência de programas de pensão e seguros de saúde cria a necessidade de uma taxa de poupança mais alta, já que só dessa maneira a maior parte da população conseguiria se planejar para a aposentadoria ou eventuais emergências de saúde. Atualmente, grande parte da população chinesa está na fase do ciclo-de-vida em que o nível de poupança aumenta em antecipação à aposentadoria.

Nos Estados Unidos a situação é diferente. O país possui um sistema financeiro maduro, que reduz a necessidade estrutural de poupança motivada pelo investimento, como é observado na China. Além disso, os cidadãos americanos dispõem de um mercado hipotecário e um sistema de seguridade social que diminuem a necessidade de poupança para a aquisição de imóveis e para a prevenção de emergências.

Recentemente, enquanto a China vem mantendo taxas de poupança próximas a 37% do PIB, os Estados Unidos mantêm taxas cada vez mais baixas, representando em torno de 18% do PIB ou 3,3% da renda disponível<sup>14</sup>. Além disso, o governo americano vem realizando política fiscal expansionista, como tentativa de reaquecer a economia que sofre uma recessão desde 2001. Assim, o resultado orçamentário do governo americano tem apresentado déficits crescentes, atingindo aproximadamente 4% do PIB. O efeito nos Estados Unidos, portanto, tem sido de redução em  $S^{\text{privado}}$  e  $(S-I)^{\text{governo}}$ , ambos implicando numa queda em CA.

Uma apreciação da taxa de câmbio, segundo os autores, reduziria CA na China ao diminuir a poupança privada, já que existiria um efeito positivo sobre o poder de compra da riqueza doméstica que, por sua vez, reduziria o volume necessário de poupança para uma determinada aquisição. O gasto com investimentos também poderia aumentar, como efeito da queda do preço dos bens de capitais importados. O efeito para os Estados Unidos seria oposto, implicando num aumento em CA. Dessa maneira, o déficit bilateral seria reduzido.

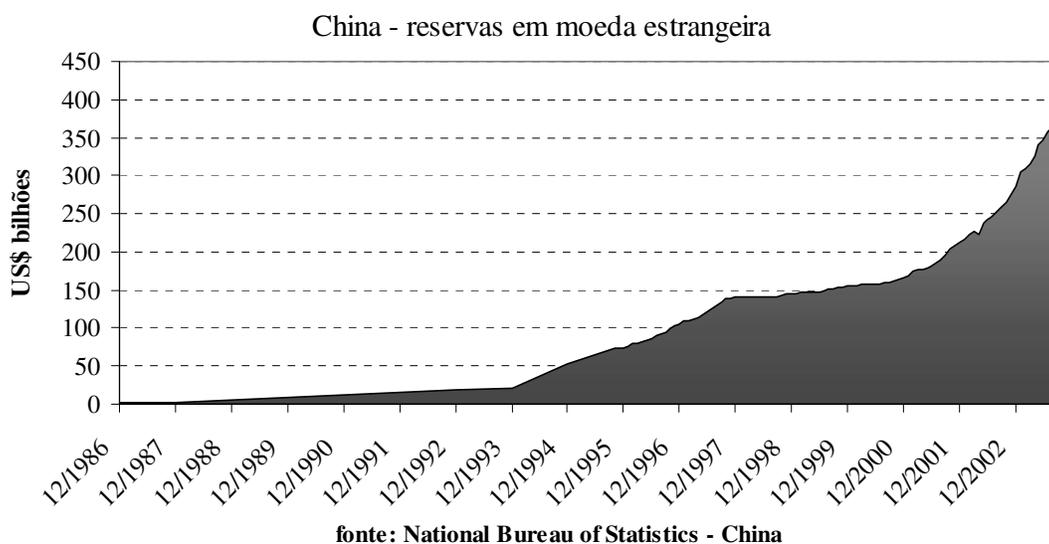
---

<sup>13</sup> Liu e Woo (1994) em Feenstra, Hai, Woo e Yao (1998)

<sup>14</sup>Dados de outubro de 2003. Fonte: Bureau of Economic Analysis.

d) Argumento do excesso de liquidez no sistema financeiro chinês.

Para manter a taxa de câmbio fixa, o banco central chinês vêm acumulando rapidamente reservas em moeda estrangeira. Resultados fortemente positivos em conta corrente (US\$ 35,4 bilhões em 2002) e conta de capital (US\$ 32,3 bilhões em 2002), incluindo grandes fluxos de investimento direto (US\$ 53 bilhões no mesmo ano) têm levado a níveis de reservas cada vez maiores. O gráfico abaixo mostra a evolução do estoque de reservas em dólar na China, que atinge o patamar de US\$ 400 bilhões.



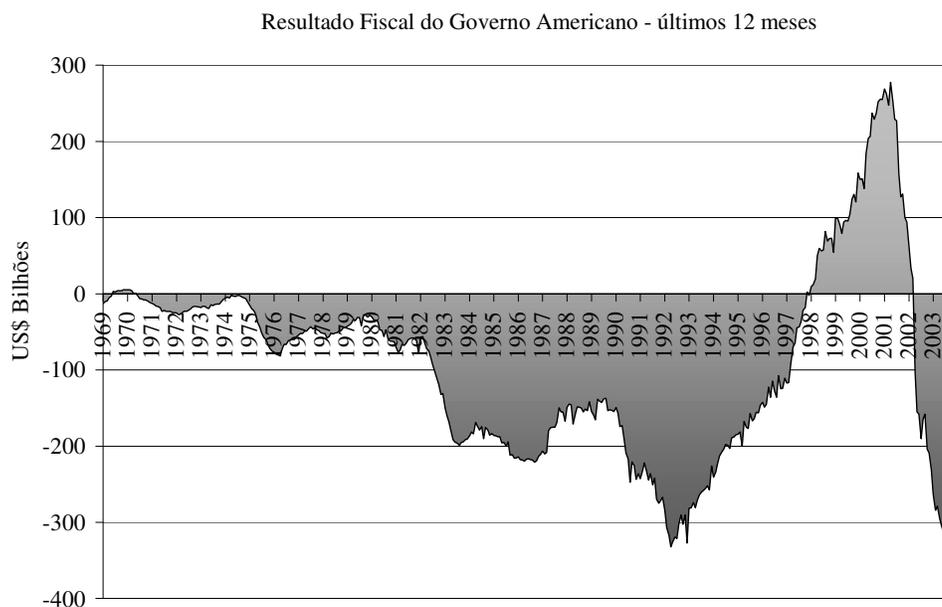
Ao receber moeda estrangeira proveniente das exportações e entradas de capital o banco central chinês emite moeda doméstica (renminbi) e remunera o exportador. O efeito da emissão, portanto, seria de expansão da oferta de moeda na economia. Para neutraliza-lo pode-se vender títulos no mercado doméstico em volume semelhante ao de moeda emitida. Assim o banco central mantém constante a oferta de moeda e evita o risco de excesso de liquidez. Essa estratégia é conhecida como *esterelização*.

Enquanto o volume de reservas em moeda estrangeira aumenta recentemente, o banco central chinês vem tentando esterelizar suas emissões de moeda da maneira mencionada. Alguns argumentam, no entanto, que estratégia de esterilização não poderia continuar indefinidamente. Mesmo que o banco central chinês tente acompanhar o ritmo de acumulação de reservas com o aumento da oferta de títulos, não é certo que sua demanda faria o mesmo. Por manter o renminbi desvalorizado a economia chinesa estaria sofrendo

um excesso de liquidez, trazendo risco de crise financeira, particularmente no setor imobiliário, ou a eventos semelhantes à aceleração inflacionária do período 1993-1997.

e) Argumento da relevância dos recursos chineses para o financiamento do governo americano.

Por outro lado, ao comprar reservas, a China está financiando o déficit do governo americano. Como podemos ver no gráfico abaixo, nos últimos anos o saldo fiscal do governo americano se inverteu. Isso aconteceu pela tentativa do governo de manter a economia aquecida, com cortes em impostos e aumento de gastos - e vem acumulando, portanto, dívida em ritmo acelerado.



fonte: U.S. Treasury

Também fazem parte da estratégia de aquecimento da economia reduções sucessivas na taxa básica de juros (hoje em 1% ao ano). O que tem sido visto, por esse motivo, é um grande movimento de refinanciamento de hipotecas na tentativa dos americanos de conseguir taxas mais baixas para pagar seus imóveis. Isso é apontado com um dos grandes sustentadores do consumo americano nos últimos trimestres. Ao invés de poupar os recursos adquiridos com o refinanciamento, o cidadão americano tem preferido

consumir. Existe receio, no entanto, que esse movimento seja insustentável e rapidamente extinto caso haja um choque nas taxas de juros americanas.

É nesse ponto que se encaixa o acúmulo chinês de reservas em dólar. Ao receber recursos provenientes dos saldos positivos no balanço de pagamentos, o banco central chinês está acumulando títulos do tesouro americano. A China, portanto, está ajudando a financiar parte do esforço expansionista americano, como pode ser observado na tabela abaixo.

#### Participação Chinesa no Aumento da Dívida Americana

| US\$ bilhões   | Varição na Dívida -<br>Governo Americano | Aumento nas Reservas -<br>Banco Central da China | Participação<br>Chinesa |
|----------------|--|--|-------------------------|
| 2001-T1        | 111.50                                   | 10.28  | 9%                      |
| 2001-T2        | -46.90                                   | 4.99   | -11%                    |
| 2001-T3        | 80.70                                    | 14.92  | 18%                     |
| 2001-T4        | 135.90                                   | 16.41  | 12%                     |
| 2002-T1        | 62.60                                    | 15.44  | 25%                     |
| 2002-T2        | 120.50                                   | 15.15  | 13%                     |
| 2002-T3        | 101.70                                   | 15.87  | 16%                     |
| 2002-T4        | 177.50                                   | 27.78  | 16%                     |
| 2003-T1        | 55.10                                    | 29.60  | 54%                     |
| 2003-T2        | 209.30                                   | 30.47  | 15%                     |
| 2003-T3        | 113.10                                   | 37.38  | 33%                     |
| 2001 a 2003-T3 | 1,121.00                                 | 218.29   | 19%                     |

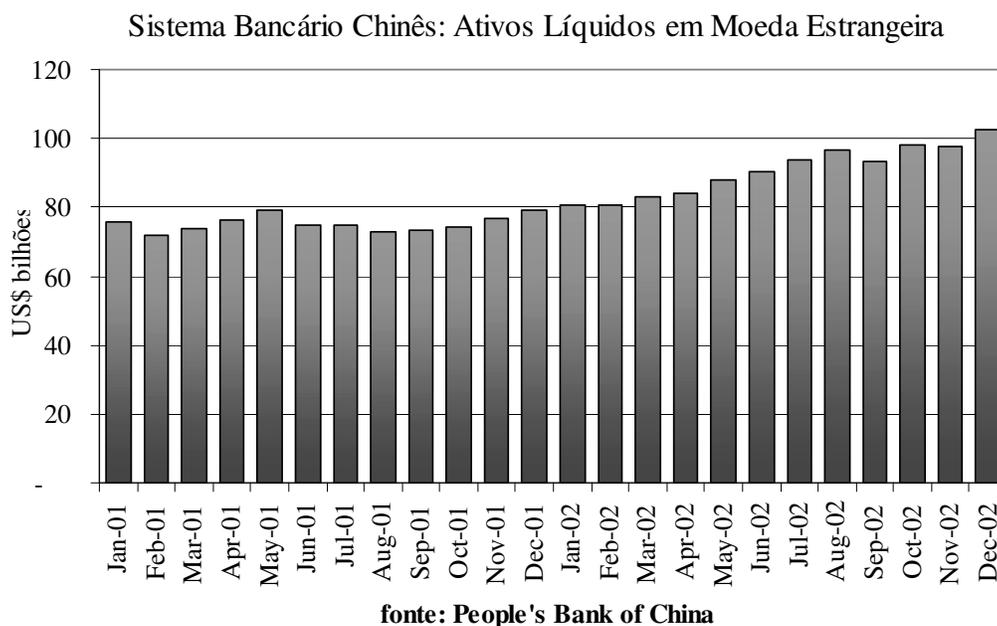
fonte: U.S. Department of Treasury; People's Bank of China

De acordo com os dados, desde o primeiro trimestre de 2001 a China representou 19% dos aumentos em dívida do governo americano. Assim, entende-se que se a China começasse a se desfazer desses dólares, ou diminuísse seu ritmo de compra, o nível de juros (*yields*) no mercado de títulos nos Estados Unidos seria pressionado. Porque, num eventual ajuste da taxa de câmbio chinesa, as compras de títulos americanos pelo banco central chinês teriam seu ritmo reduzido. A redução na demanda pelos títulos americanos pressionaria as taxas de juros do país, podendo levar à interrupção nos refinanciamentos de hipotecas e, conseqüentemente, num impacto negativo sobre o consumo e o crescimento americano.

## 5.2 Argumentos de natureza sistêmica

Outro argumento freqüentemente apontado para a inconveniência de uma valorização do renminbi está na situação dos bancos chineses. Chow (2002) aponta que a reforma bancária realizada a partir do início da década de 80 permitiu a criação de bancos comerciais autônomos. Havia, no entanto, pressão política para que esses bancos estendessem crédito para o desenvolvimento econômico regional. Dessa forma houve grande expansão no crédito e pouca discriminação para selecionar aqueles indivíduos capazes de pagar as dívidas no futuro. O resultado é que no momento o sistema bancário chinês sofre um grave problema de inadimplência.

Os chineses alegam que a desorganização no sistema bancário se transformaria em desastre no caso de uma valorização. Apesar do esforço recente de reestruturação<sup>15</sup>, argumenta-se que este ainda não estaria pronto para suportar uma apreciação cambial. De fato, de acordo com dados recolhidos pelo banco central chinês, o sistema bancário possui hoje ativos líquidos em moeda estrangeira da ordem de 100 bilhões de dólares. Os bancos portanto estão com seus balanços descasados - mais ativos do que passivos em dólar - podendo sofrer fortes perdas no caso de uma valorização.



<sup>15</sup> Em detalhes: Chow (2002)

### 5.3 Argumentos de natureza política

A moeda chinesa é citada por governadores americanos como uma ameaça aos produtores têxteis por tornar as exportações chinesas "injustamente" baratas. Pode-se entender esse argumento como uma forma dos políticos e empresários justificarem as altas taxas de desemprego e as más vendas nos últimos anos.

Apesar da participação das exportações chinesas estar crescendo nos mercados americanos já há alguns anos, o volume de reclamações aumentou recentemente. Devido à proximidade das eleições, o governo atual sofre pressão para tomar providências. A partir da recente viagem à China do secretário do tesouro americano, John Snow, iniciou-se uma seqüência de declarações sobre a taxa de câmbio chinesa.

Acredita-se, entretanto, que é preciso analisar as críticas americanas com cautela pois a administração do atual governo americano arriscaria perder apoio político por não confrontar a China. Além disso, depende da ajuda chinesa para lidar com a Coréia do Norte e seu programa nuclear. Para o governo chinês, a manutenção da taxa de câmbio nesse momento é fundamental para o sucesso da gradual reforma econômica do país.

O governo chinês teme que uma valorização do renminbi possa abalar a competitividade do setor exportador, uma vez que, nos últimos anos o investimento estrangeiro e a expansão das exportações têm sido o grande motor do crescimento econômico<sup>16</sup>. Caso desistissem dessa política, acreditam que as taxas de desemprego aumentariam, gerando tensões sociais, principalmente nas cidades do leste do país. De acordo com estimativas do Banco Mundial, a China precisaria criar de 8 a 9 milhões de novos empregos ao ano na próxima década.

---

<sup>16</sup> Chow (2002)

## 6. Conclusão

Esse trabalho teve como objetivo criar um ponto de partida para análises futuras da questão cambial chinesa.

Após breve introdução, o segundo capítulo buscou fazer uma descrição do balanço de pagamentos da China. Nele pôde-se notar que apesar do crescimento acelerado das exportações chinesas, o processo de abertura do país parece estar fazendo com que as importações cresçam em ritmo semelhante. Contudo, nos últimos anos a China vem acumulado superávits em conta corrente que, quando combinados com os fluxos de entrada de capital para o investimento direto, têm possibilitado o acúmulo constante de reservas pelo banco central do país.

O terceiro capítulo complementou a apresentação do balanço de pagamentos da China ao recapitular o processo de amadurecimento do seu sistema cambial. Foi visto também que, desde a fixação da taxa de câmbio em 1994, esta sofreu uma apreciação real próxima a 40%. O resultado é contra-intuitivo quando levamos em conta que superávits na balança comercial chinesa cresceram no mesmo período. Como pôde ser visto em Zhang (1996), o impacto da variação da taxa de câmbio real na balança comercial chinesa não parece ser significativo. Estudos empíricos que avancem nessa direção seriam de grande relevância para o tema proposto.

No quarto capítulo foi contextualizada a origem da discussão em torno da questão da taxa de câmbio da China. Viu-se que os Estados Unidos vêm acumulando déficits cada vez maiores em conta corrente. Por esse motivo, recentemente a moeda americana vem perdendo valor com relação às moedas dos seus principais parceiros comerciais. A taxa de câmbio com a moeda chinesa, no entanto, permanece fixa.

No quinto capítulo foram apresentados os argumentos em torno da alegada distorção cambial chinesa. Notou-se que as exportações chinesas de produtos manufaturados são parte relevante do déficit comercial americano. Os argumentos apresentados são os mais diversos, portanto, devem ser levados em conta os vários interesses que estão em jogo numa questão como essa. Os Estados Unidos afirmam que o custo para a economia americana se mediria em empregos perdidos, principalmente nos setores intensivos em mão de obra. Os chineses por outro lado, argumentam que o que estaria ocorrendo seria a transferência de empresas exportadoras de outros países asiáticos para o país, de modo a aproveitar da sua mão-de-obra barata. Essas empresas estariam

deixando de exportar de seus países de origem para exportar da China. Assim, enquanto o superávit bilateral da China com os Estados Unidos aumentaria, o de outros países asiáticos se reduziria. Um outro argumento mostra que o desequilíbrio bilateral entre China e Estados Unidos poderia ser explicado por divergências macroeconômicas fundamentais entre os dois países - diferenças nas taxas de poupança e investimento.

Viu-se também que, apesar do banco central chinês estar tentando esterelizar suas emissões de moeda provenientes do acúmulo de reservas, tal estratégia poderia perder sua eficácia ao longo do tempo, trazendo risco de crise financeira no país. Por outro lado, ao comprar títulos em dólares para suas reservas, a China estaria ajudando a financiar parte dos gastos realizados pelo governo americano em sua política fiscal expansionista. A diminuição do ritmo de compra numa possível valorização da taxa de câmbio chinesa, poderia afetar o nível de juros nos mercados americanos e prejudicar o consumo no país, que está sendo impulsionado em grande parte por um movimento de refinanciamento de hipotecas.

Foram citados também argumentos de natureza sistêmica e política. Os chineses temem que uma apreciação na taxa de câmbio possa trazer prejuízos graves para um sistema bancário fragilizado por níveis elevados de inadimplência. Além disso, o governo acredita que uma valorização poderia abalar a competitividade do setor exportador – principal motor do crescimento na China recentemente – e diminuir o ritmo de absorção de trabalhadores, trazendo risco de tensão social em algumas partes do país.

Por fim, nota-se que as críticas americanas precisam ser entendidas também sob um contexto político. A aproximação das eleições traz pressão ao governo dos Estados Unidos para que tome providências com relação ao desemprego, e torna inevitável a busca por supostos culpados pelo problema. Argumenta-se, no entanto, que o governo precisaria ser cauteloso já que depende do apoio da China para conter as ambições nucleares do líder da Coreia do Norte.

Com esses pontos em mente, o próximo passo para a análise da suposta necessidade de apreciação nominal da taxa de câmbio chinesa, seria na direção da estimação de um modelo de taxa de câmbio de equilíbrio para o país. Assim, seria possível calcular a magnitude do desvio da taxa de câmbio chinesa do seu nível de equilíbrio fundamental.<sup>17</sup>

Antes, no entanto, seria necessário superar o desafio de encontrar uma base de dados adequada para o país.

---

<sup>17</sup> Williamson (1985)

## Bibliografia

**Baungarten, Monica Tavares Pinto. (1996)** “Modelos de Taxa de Câmbio Real de Equilíbrio: Uma Aplicação Para o Brasil” *Dissertação de Mestrado. Departamento de Economia - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro*

**Bayoumi, Tamim; Clark, Peter; Symansky, Steve; Taylor, Mark. (1994)** “The Robustness of Equilibrium Exchange Rate Calculations to Alternative Assumptions and Methodologies”; **em Williamson (1994)** “Estimating Equilibrium Exchange Rates” *Institute for International Economics*

**Chao, Chi-Chur; Yu, Eden S.H. (1993)** “The shadow price of foreign exchange in a dual economy” *The Journal of Development Economics Vol.46 (1995) 195-202*

**Chou, W. L.; Shih, Y. C. (1996)** “The Equilibrium Exchange Rate of the Chinese Renminbi” *Journal of Comparative Economics 26, 165–174 (1998)*

**Chow, Gregory C. (2002)** “China’s Economic Transformation” *Blackwell Publishers*

**Church, Keith B. (1998)** “Properties of the Fundamental Equilibrium Exchange Rates in the Treasury Model” *ESRC Macroeconomic Modeling Bureau, Discussion Paper No. 53*

**Edwards, Sebastian. (1988)** “Exchange Rate Misalignment in Developing Countries” *The John Hopkins University Press*

**Edwards, Sebastian. (1988)** “Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior: Theory and Evidence from Developing Countries”; **em Williamson (1994)** “Estimating Equilibrium Exchange Rates” *Institute for International Economics*

**Elbadawi, Ibrahim A. (1994)** “Estimating Long-Run Real Exchange Rates”; **em Williamson (1994)** “Estimating Equilibrium Exchange Rates” *Institute for International Economics*

**Feenstra, Robert C.; Hai, Wen; Woo, Wing T.; Yao, Shunli. (1998)** “The U.S.-China Bilateral Trade Balance and Determinants”. *NBER Working Paper Series*

**Oppers, S. Erik. (1997)** "Macroeconomic Cycles in China". *IMF Working Paper*

**Ping, Xie e Xiaopu, Zhang (2001)** “The coordination between monetary policy and exchange rate policy in an open economy in transition: A case study on China from 1994 to 2000” *Journal of Asian Economics 14 (2003) 327–336*

**Sacjs, Jeffery D. e Woo, Wing Thye (1997)** “Understanding China’s Economic Performance”. *NBER Working Paper Series*

**Stein, Jerome L. (1994)** “The Natural Real Exchange Rate of the US Dollar and Determinants of Capital Flows”; **em Williamson (1994)** “Estimating Equilibrium Exchange Rates” *Institute for International Economics*

**Wang, Zhi (2001)** “The Impact of China’s WTO accession on patterns of World Trade” *Journal of Policy Modeling 25 (2003) 1-41*

**Williamson, John (1994)** “Estimates of FEERs” **em Williamson (1994)** “Estimating Equilibrium Exchange Rates” *Institute for International Economics*

**Zhang, Zhaoyong (1996)** “The Exchange Value of the Renminbi and China’s Balance of Trade: An Empirical Study” *NBER Working Paper Series*