



O PROCESSO DE INTERNACIONALIZAÇÃO FINANCEIRA DA CHINA

Felipe Pinto de Souza Sawaia

Orientador: Bruno Martarello De Conti

1. Introdução

Tirando pequenos períodos de turbulência, desde que Deng Xiaoping e seu projeto reformista alcançaram o poder dentro do Partido Comunista Chinês (PCCh), em 1978, um dos pilares do projeto de desenvolvimento do país é uma gradual abertura econômica visando integrar a China aos mercados mundiais. Nesse processo, podemos citar a permissão à entrada de investimento direto estrangeiro nos anos 1980, a plena conversibilidade da conta corrente em 1996 e a internacionalização das grandes empresas do país a partir do início dos anos 2000. Após a crise econômica mundial de 2008-2009, a burocracia chinesa começou a elaborar projetos pilotos que indicavam que o próximo setor que iria passar por um processo de abertura era o financeiro. No presente (2020), apesar da China ainda manter diversas restrições e controles sobre seus mercados de títulos e de ações, o processo de internacionalização financeira do país já é uma realidade, tendendo a se aprofundar nos próximos anos.

Dada a enorme importância geopolítica e econômica da China, o presente trabalho tem como objetivo analisar esse processo. Se buscará responder três questões centrais, sendo elas: 1) por que o país manteve seu setor financeiro quase que totalmente fechado e sem reformas até 2009?, 2) por que a partir de 2009 o PCCh passou a promover a extroversão? e 3) que medidas foram tomadas até o momento para estimular isso? Além dessa breve introdução e das três partes acima citadas, uma quinta parte está destinada às considerações finais.

2. Por que a China manteve seu setor financeiro praticamente fechado ao exterior até 2009?

Colocada de uma outra maneira, a pergunta que norteia esse item do trabalho pode ser entendida da seguinte maneira: se desde 1978 um dos pilares que guiam a burocracia chinesa é a integração aos mercados internacionais, por que essa política demorou tanto tempo para atingir o setor financeiro? A fim de responder isso, é necessário analisar as consequências desse isolamento sobre os mercados de títulos e de ações da China e as vantagens advindas dessa estrutura financeira.

Começando pelo mercado de títulos de dívida, este se caracteriza pelo predomínio absoluto das emissões por instituições públicas. Segundo dados do Asian Development Bank, 73% dos títulos emitidos em 2012 eram públicos, com destaque para o tesouro nacional (34%), os *policy banks* (33%) e o Banco Central (6%). Outra particularidade desse mercado é o predomínio dos bancos estatais comerciais como portadores das dívidas (75,6% do valor emitido em 2012), já que as diversas restrições a investidores estrangeiros e domésticos privados limitam a atuação relevante de agentes fora da alçada estatal.

O mercado de ações da China também se caracteriza pelas diversas restrições. Apesar do crescimento recente das duas bolsas do país, Xangai e Shenzhen, em 2013 aproximadamente $\frac{2}{3}$ das ações emitidas ainda eram não negociáveis, ou seja, pertenciam a estatais e eram mantidas pelo governo. Dos $\frac{1}{3}$ restantes, a maioria era classificada como tipo A, ações emitidas em renminbi e disponíveis apenas para investidores domésticos. Percebe-se que é um setor pouco acessível àqueles fora do território nacional.

Exposto o funcionamento dos mercados financeiros chineses, agora temos que responder quais foram os benefícios trazidos por essa estratégia que levaram o PCCh a manter as contas de capital e financeira fechadas e livres de reformas.

Uma grande vantagem foi que ela possibilitou a explosão do investimento. Como mencionado, a grande maioria dos títulos eram emitidos e adquiridos por instituições públicas. Sendo assim, existindo uma convergência dos interesses de emissores e portadores, eram sempre aceitas as taxas propostas pelo Estado. Com esse grande privilégio, a China estabeleceu taxas de juros acessíveis e de longo prazo, possibilitando a expansão maciça do crédito e das diversas instituições de crédito do país, com destaque para os cinco grandes bancos comerciais estatais, que se tornaram máquinas de acumulação monetária e financeira. Segundo dados da *China Banking Regulatory Commission*, se em 2003 o sistema financeiro do país contava com um total de ativos no valor de 3,3 trilhões de dólares, em 2013 esse valor tinha explodido para a impressionante quantia de 25 trilhões, tornando o sistema bancário chinês um dos maiores do mundo. Com esse enorme volume de crédito à disposição, a formação bruta de capital fixo se tornou um elemento central da estratégia de crescimento do produto, sendo responsável por mais de 37% do valor total do PIB chinês em todos os anos entre 2003 e 2018, estando acima dos 40% desde 2009 (Banco Mundial). De maneira geral, os rigorosos controles sobre o setor financeiro permitiram para a China a construção de um sistema crédito-investimento-renda capaz de gerar enorme prosperidade e crescimento econômico.

A segunda grande vantagem trazida pela não conversibilidade das contas de capital e financeira foi a capacidade de definir uma taxa de câmbio desvalorizada e estável. Isso porque a inexistência de movimentos significativos de capital tornava muito menos voláteis as variações do câmbio, sendo mais fácil para o governo atuar a fim de manter a estabilidade e a taxa desejada. Isso se tornou central para a política econômica chinesa nos anos 2000, pois nesse período eram as exportações, ao lado dos investimentos, os principais responsáveis pelo crescimento econômico do país. Percebemos isso no crescimento vertiginoso das exportações como porcentagem do PIB do país: de 20,3% em 2001, esse valor saltou para 36,0% em 2006 (Banco Mundial).

Feita essa reconstrução do modelo de desenvolvimento econômico utilizado pela China nos anos 2000, entende-se como era impossível para o PCCh abrir mão do controle sobre o mercado de títulos e o de ações. O crescimento econômico puxado por investimentos e exportações dependia da determinação de juros baixos e de longo prazo e de uma taxa de câmbio desvalorizada e estável e isso dependia do controle sobre a conta financeira. Assim, enquanto o modelo se manteve funcional para o desenvolvimento das forças produtivas e nenhum outro interesse de longo prazo do Estado chinês se sobressaiu, a burocracia chinesa não permitiu nenhuma grande alteração na estrutura financeira do país.

3. Por que a partir de 2009 o Estado chinês passou a promover a internacionalização financeira do país?

A resposta para a pergunta que norteia esse item da pesquisa passa por dois movimentos macroeconômicos extremamente significativos. O primeiro é a transformação ainda em curso do modelo de desenvolvimento da China, que “liberou” e tornou atrativa para a burocracia do país a abertura financeira. O segundo é o surgimento e fortalecimento dentro do PCCh do desejo de tornar o renminbi uma moeda de reserva internacional, que exigia o desenvolvimento dos mercados financeiros do país. Começamos a análise pelo primeiro movimento.

Apesar da China não ter sido diretamente afetada pela crise no mercado de créditos *subprime*, as consequências sob seus parceiros comerciais acabaram reconfigurando toda sua estrutura de produto. No imediato da crise, a queda da demanda nos países importadores de produtos chineses reduziram significativamente as exportações do país, que de 35,4% do PIB em 2007 despencaram para apenas 24,8% em 2009. Com isso, a burocracia chinesa percebeu a dependência de uma estratégia de desenvolvimento com ênfase no mercado externo, não buscando no pós-crise devolver para as exportações o

papel que antes elas tinham. O plano adotado foi o de dar prioridade para o investimento e o consumo interno, colocando o foco do crescimento no mercado doméstico.

Entretanto, a estratégia, que no calor da crise parecia ser sensata, se provou falha em pouco tempo. Como é muito mais fácil gerar uma explosão do crédito do que uma variação abrupta na propensão a consumir de uma sociedade, a estratégia do PCCh de promover investimento e consumo privado só deu certo para o primeiro: a formação bruta de capital fixo passou de 37,9% do PIB em 2007 para 43,8% em 2009, enquanto o consumo privado, no mesmo período, encolheu de 51% para 50%. Assim, com as exportações declinando e seu “substituto”, o consumo, não decolando, o crescimento da economia chinesa ficou extremamente dependente dos investimentos.

Rapidamente os *policymakers* do país identificaram que essa dependência estava gerando uma significativa má alocação de recursos. O país estava investindo cada vez mais em setores saturados, como o imobiliário e o de mega obras de infraestrutura, gerando crescente capacidade ociosa. Também se identificou que as empresas e os governos locais estavam se tornando dependentes de endividamento e que a escala do crédito estava negligenciando médias e pequenas empresas. Para combater isso, o Estado chinês buscou adaptar a estratégia inicialmente pensada, planejando uma lenta e gradual transição de uma economia liderada por investimentos para uma liderada por consumo. Para a questão da má alocação, os chineses colocaram como meta, ainda em 2013, transferir para o mercado a responsabilidade pela determinação das taxas básicas da economia, nisso incluído a de juros. Apesar dos controles ainda persistirem, a tendência é vermos uma gradual flexibilização, permitindo uma precificação de risco mais compatível com as expectativas e desejos dos agentes privados.

Através dessa breve descrição do processo de mudança da estratégia de desenvolvimento da China, percebemos como a crise financeira de 2008-2009 acabou, por vias tortas, impulsionando a abertura financeira do país. Ao diminuir a centralidade do crédito e do investimento, ela abriu espaço para o abandono do controle absoluto sobre as taxas de câmbio e de juros. E ao gerar má alocação de recursos com a sobre-utilização do crédito, impulsionou o desejo por reformas que dariam ao mercado maior poder na determinação das taxas básicas da economia, impulsionando a participação de agentes privados e agentes internacionais nos mercados de títulos e de ações da China.

Analisado o primeiro movimento que levou o Partido a promover a internacionalização financeira da China, nossas atenções se voltam para o segundo processo: a busca pela internacionalização do uso do renminbi. Os motivos que levaram ao surgimento desse desejo são vários. Os países que tem uma moeda de reserva internacional se beneficiam de menores riscos cambiais, financiamento internacional em sua própria moeda, ganho de autonomia na política monetária, possibilidade de aumentar déficit público e aumento no volume de negócios internacionais para os bancos nacionais. Além desses ganhos econômicos, talvez o que mais atraiu a burocracia chinesa foi o prestígio e o poder político internacional relacionados a uma moeda de reserva internacional. Moeda é poder.

Definido o porquê do Estado chinês impulsionar a internacionalização do renminbi, precisamos agora analisar a relação entre esse processo e a abertura financeira do país. Para isso, olhemos os fatores que determinam o uso internacional de uma moeda. Um elemento central é o tamanho da economia doméstica. Isso porque países com grandes produtos geralmente estão envolvidos em parcela significativa das transações internacionais, indicando para os agentes que sempre haverá demanda pela sua moeda. Numa relação paradoxal, pode se dizer que as pessoas usam determinada moeda como reserva internacional porque outros a usam também. Um segundo elemento é a estabilidade, só se tornando de uso internacional aquelas moedas cujas taxas de câmbio e juros não são voláteis. O que explica isso é que as moedas que sofrem com persistentes alterações de preço deixam de ter suas funções essenciais: há flutuação do seu valor como reserva, há perda de valor para quem a recebe como meio de troca e há custos de transação quando se torna necessário revisar seu valor como unidade de conta. O terceiro elemento necessário para que uma moeda passe a ter uso internacional é o

desenvolvimento dos mercados financeiros denominados nela. Isso porque os agentes só aceitarão determinada moeda se tiverem confiança de que conseguirão investi-la futuramente, sendo necessário mercados extensos, profundos e livres, capazes de atrair investidores, minimizar riscos, facilitar empréstimos, promover investimentos, garantir liquidez, dar segurança e diminuir custos.

Analisando a situação do renminbi, percebemos que o pré requisito número um está plenamente instituído, já que a China possui a segunda maior economia do mundo em termos nominais (maior do mundo em poder de paridade de compra). No que diz respeito a volatilidade, flutuações no valor da moeda chinesa ocorridas entre 2015 e 2017, resultado de uma rodada de flexibilização, ainda trazem dúvidas sobre esse pré-requisito. Entretanto, o elemento que mais limita o uso internacional do renminbi é a falta de desenvolvimento dos mercados financeiros denominados nesta moeda. As diversas restrições a estrangeiros assustam os agentes na hora de aceitar o renminbi como meio de pagamento. Assim, entende-se como que a vontade de transformar a moeda chinesa em uma de uso internacional levou os *policymakers* chineses a uma gradual flexibilização das restrições nos mercados financeiros.

Concluindo, a partir de 2009 o Estado chinês passou a promover a internacionalização financeira do país porque: 1) o controle sobre a taxa de câmbio e juros já não era mais tão essencial, 2) a excessiva má alocação de recursos demandava a determinação de risco pelo mercado e 3) o desejo de transformar o renminbi em uma moeda de uso internacional exigia um processo de abertura nos mercados financeiros.

4. O que já foi feito de concreto na China no que diz respeito a sua internacionalização financeira?

Dadas as transformações das estratégias e objetivos do Partido Comunista Chinês, desde o fim dos anos 2000 a burocracia do país vem realizando uma série de reformas a fim de facilitar e incentivar a liberalização do mercado financeiro. Entretanto, como todos as grandes transformações realizados no país, esse processo vem sendo feito de maneira lenta e gradual. Assim, pode-se dizer que atualmente a abertura financeira está em fase de experimentação, com as autoridades do país testando-a através de limitadas permissões a investidores estrangeiros e mudanças mais radicais em pequenas áreas selecionadas.

Dentre as medidas gerais colocadas em prática pela China, dois programas valem a pena ser destacados. O primeiro é a ampliação do *Qualified Foreign Institutional Investor* (QFII). Projeto piloto lançado ainda em 2002, ele permitia a alguns selecionados agentes internacionais participação em setores limitados do mercado financeiro. Com a decisão pela abertura financeira, em 2012 o governo chinês permitiu acesso total ao mercado de títulos para esses investidores. O segundo programa é o *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors* (RQFII), lançado em 2011. Inovador, ele permite que agentes estrangeiros selecionados invistam no mercado de títulos da China usando renminbis. Apesar do pioneirismo desses dois programas, seus impactos reais sobre o mercado financeiro chinês são ainda bastante limitados. As empresas estrangeiras agraciadas pelo QFII detinham no meio de 2013 menos de 1% do valor do mercado de títulos, número similar ao existente no portfólio das instituições incorporadas ao RQFII.

Além dessas reformas gerais, o PCCh também colocou em práticas inovações em regiões específicas. A primeira a ganhar um *status* especial, no dia 27 de junho de 2012, foi a cidade de Shenzhen, mais especificamente o distrito de Qianhai. Na ocasião, o PCCh anunciou que colocaria em prática diversas políticas que permitiriam a transformação desse local em uma moderna zona de cooperação entre serviço e indústria. Na prática, a transformação de Qianhai significou que empresas e bancos beneficiados por essa zona especial passariam a contar com novas possibilidades no mercado de títulos e mais acessibilidade a fluxos de capitais vindos do exterior, com destaque para o mercado *offshore* de Hong Kong. Após o estabelecimento da iniciativa Qianhai, em julho de 2013 o governo chinês anunciou uma segunda região com características especiais, transformando Xangai em uma zona de livre comércio. Como ele foi apresentado em termos genéricos, é difícil entender com clareza quais são as mudanças estabelecidas por esse programa piloto.

Entretanto, as ações até aqui tomadas indicam que existem diversas similaridades entre esse projeto e o estabelecido em Qianhai, indicando que Xangai também está na vanguarda do processo de abertura das finanças e dos fluxos de capital.

Mesmo com essas iniciativas nacionais e regionais, o que predomina no país ainda são as restrições. As reformas propostas ainda são tímidas e específicas, com os resultados incertos das reformas de Shenzhen e de Xangai mantendo os governantes chineses cautelosos quanto às reformas domésticas. Assim, ainda não ocorreu uma mudança da estrutura financeira geral da China, que segue dominada por grandes bancos públicos e com diversas barreiras a participação de investidores externos. Apesar disso, a China conseguiu ampliar o uso internacional da sua moeda. Mesmo com os mercados financeiros domésticos ainda pouco acessíveis, o país vem promovendo o uso do renminbi através de mercados *offshores*, existindo vinte quatro desse tipo em 2020. Dentre esses, o que mais se destaca é Hong Kong, concentrando 80% de todos os pagamentos feitos em renminbi fora da China continental. Recentemente, novos mercados vem ganhando bancos de compensação e, assim, timidamente começam a concorrer com o já bem estabelecido mercado de Hong Kong, podendo-se destacar Singapura, Taipei e Londres.

Expostas as transformações do setor financeiro chinês, podemos dizer que no presente as mudanças internas ainda são tímidas, estando em fase de experimentação. Pelo outro lado, nos mercados internacionais os ativos denominados em renminbi estão se tornando cada vez mais diversos e acessíveis. Assim, concluímos que a fase atual de abertura financeira chinesa tem como foco o setor externo, com o país promovendo o uso internacional de sua moeda através dos mercados *offshores*.

5. Considerações finais

Seria falso fazer qualquer afirmação sobre o curto prazo da abertura do sistema financeiro chinês, já que a liberalização num futuro próximo dos investimentos em carteira, dos investimentos em derivativos e da circulação de capitais é refém dos resultados incertos dos projetos piloto. Apesar disso, há fortes indícios de que, mesmo que não seja imediatamente, o país não irá abandonar o projeto de flexibilização

Se a abertura do sistema financeiro no médio/longo prazo parece ser algo certo, existem diversos desafios para que mudanças significativas ocorram imediatamente. Um primeiro ponto é que, apesar de o modelo de desenvolvimento econômico estar em transição, a China ainda tem como pilares macroeconômicos a taxa de câmbio, a taxa de juros, empréstimos bancários e mercado para a dívida pública administrados. Sendo assim, enquanto o projeto de tornar o consumo privado elemento central do processo de crescimento econômico não estiver totalmente estabelecido, uma abertura radical será uma estratégia arriscada e passível de graves consequências, portanto, pouco provável de ser colocada em prática. Além do problema estrutural, talvez ainda mais significativo para que as reformas sigam tímidas é o medo de que a abertura gere um aumento da volatilidade dos fluxos de capital e, assim, variações abruptas da taxa de câmbio. De fato, após uma rodada de flexibilizações colocada em prática em agosto de 2015, a China sofreu com fuga de capitais até o início de 2017. Apesar desse movimento não ter se configurado como uma crise cambial, o país teve ao longo desse período sucessivas desvalorizações do renminbi, refreando a abertura financeira e gerando incertezas quanto à velocidade em que devem ser feitas as reformas.

Apontadas as dificuldades de uma abertura financeira radical, o presente trabalho se arrisca a fazer algumas projeções. Acredito que num primeiro momento continuarão predominando as restrições, com os mercados de títulos e de ações seguindo majoritariamente domésticos e públicos e com os fluxos de capital ainda raros e limitados. Se essa previsão se provar correta, inicialmente a China manterá o controle sobre a taxa de juros, a taxa de câmbio e a poupança interna. Também é provável que a promoção do renminbi, principalmente através dos mercados *offshore*, ajude no crescimento do uso internacional da moeda chinesa, principalmente nos países asiáticos economicamente próximos à China. Mesmo assim, é quase impossível que nos próximos anos o renminbi se apresente como uma ameaça ao dólar ou até mesmo o euro.