

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**O Exorbitante Privilégio do Dólar Americano está Sendo Ameaçado pelo
Acelerado Crescimento Econômico chinês?**

Felipe de Souza Jatahy
Número de matrícula: 1912350

Orientador: André Duarte

Dezembro de 2023

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

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	3
O que é moeda? E por que sua criação foi extremamente importante?	3
Como o dólar se tornou a moeda dominante?	4
Privilégio Exorbitante do Dólar	7
Quem é a China no Contexto Econômico Global?	8
MUDANÇAS NA ORDEM MUNDIAL	10
Ascensão de um Império	12
O Auge de um Império	13
A Queda de um Império	14
A CRESCENTE DÍVIDA AMERICANA	16
Déficit Primário e Dívida	16
Conflitos Políticos Internos	23
GEOPOLÍTICA	26
Protecionismo Americano	26
Rússia X Ucrânia	26
Taiwan X China	27
Balança Comercial Americana	28
CRESCIMENTO CHINÊS, E O SONHO DO IMPÉRIO	33
A construção do futuro império chinês	33
Yuan e os Mercados Emergentes	35
Um Sistema Financeiro Asiático	37
CONCLUSÃO	42
Situação Econômica na China	42
O que esperar dos próximos anos?	44
Guerras Pelo Poder	45
MOTIVAÇÃO	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	48

INTRODUÇÃO

O que é moeda? E por que sua criação foi extremamente importante?

O conceito de moeda tem sido um tema de interesse há séculos em vários campos acadêmicos, como economia, sociologia e ciência política. A moeda é normalmente definida como um meio de troca que facilita as transações entre indivíduos ou grupos¹. Além disso, a moeda serve como unidade de conta, o que permite medir o valor de bens e serviços e então adquiri-los. Antes da moeda, um agente da sociedade era obrigado a ter algum objeto/serviço de desejo de outro agente para poder trocá-lo. A moeda permitiu que preços (valor) fossem destinados a bens e serviços, e conseqüentemente permitir um mercado onde não era mais necessário o escambo.

No contexto moderno, o principal meio de troca são os depósitos bancários, refletindo uma evolução significativa do conceito tradicional de moeda. O sistema bancário atual, processando trilhões de dólares todos os dias, é fundamental nas transações monetárias modernas. Transações cotidianas, como a compra de um sanduíche com UM cartão de débito, são realizadas através da transferência de depósitos bancários entre contas. Além disso, o sistema monetário de hoje existe predominantemente como registros em planilhas de computador, com os depósitos bancários sendo criados quando os bancos concedem empréstimos². Esses depósitos são usados nas transações no ponto de venda, demonstrando a natureza dual do dinheiro moderno: um ativo para uma parte e um passivo para outra. Por exemplo, quando um banco emite um empréstimo, ele cria quatro entradas contábeis - o empréstimo (um ativo para o banco e um passivo para o tomador) e o depósito (um passivo para o banco e um ativo para o tomador).

O dólar dos Estados Unidos, ou simplesmente o dólar, é uma das principais moedas de reserva do mundo e é amplamente aceito como meio de troca em transações internacionais. Seu uso generalizado pode ser atribuído a vários fatores, incluindo a estabilidade da economia e do sistema político dos EUA, fatores históricos e bem como sua prevalência no comércio global. A compreensão da natureza e função do dólar no sistema

¹ Clash of Empire – Defining Money

² Pragmatic Capitalism - What is Money

bancário e monetário moderno é crucial para apreciar seu papel no cenário econômico mundial.

Como o dólar se tornou a moeda dominante?

O dólar se tornou a moeda dominante no mundo após a Segunda Guerra Mundial, mas sua história nos Estados Unidos se inicia na chegada dos colonos ingleses no século XVII. Devido à escassez de recursos e restrições à exportação de moedas inglesas, foram usadas moedas alternativas como wampum e commodities como grãos, bacalhau e tabaco. Dólares espanhóis ou "peças de oito" foram as moedas mais prevalentes dessas raras, seguidas por inglês e francês. Como meios de pagamentos, notas de crédito eram frequentemente emitidas, mas foram proibidas pelo Parlamento em 1751 por terem causado problemas econômicos, acarretando as bases necessárias para Revolução Americana. Somente em 1785 o dólar foi formalmente estabelecido como a unidade monetária do país, e em 1792 a Casa da Moeda dos EUA foi estabelecida³.

Ao longo do século XIX, o dólar teve uma história colorida, mas foi quase exclusivamente uma história doméstica. Fora do país a moeda só era praticamente vista no Canadá, que até a década de 1850, quando o Parlamento Canadense declarou os dólares e centavos como moeda legal no Canadá, moedas americanas circulavam junto com outras moedas.

Em 1908, a Comissão Monetária Nacional (National Monetary Commission) foi estabelecida em resposta às preocupações sobre a instabilidade das finanças americanas no início do século XX. Este comitê, liderado pelo senador Nelson Aldrich, analisou várias opções e propôs a formação da "*National Reserve Association*" como um banco central. Finalmente, o Ato da Reserva Federal (Federal Reserve Act), que se tornou lei em 1913, estabeleceu um sistema bancário centralizado. Com o objetivo de minimizar flutuações nas taxas de juros e crises de mercado, o Ato da Reserva Federal tentou produzir uma "moeda elástica" e regular o suprimento de crédito⁴. Os bancos americanos expandiram suas

³ Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar. - Debut

⁴ Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar. - Debut

atividades internacionais, e a confiabilidade do dólar o tornou uma moeda popular em todo o mundo. Mais da metade de todas as importações e exportações dos Estados Unidos eram financiadas por aceites bancários denominados em dólares após a Primeira Guerra Mundial.

No meio da década de 1920, aceites bancários denominados em dólares se tornaram a principal fonte de financiamento para mais da metade de todas as importações e exportações feitas pelos Estados Unidos. Comerciantes relacionados ao comércio foram atraídos para Nova York pelo ambiente de negócios mais favorável e taxas de empréstimo mais baixas do que Londres. O valor dos créditos em dólares emitidos para financiar o comércio entre países terceiros, juntamente com aqueles lastreados por produtos armazenados no exterior, chegou perto do valor dos créditos emitidos para financiar importações para os Estados Unidos.

Para reconstrução da Europa pós-guerra, gerou-se uma necessidade de financiamento por partes das outras economias mundiais, e assim, essa tendência destacou a crescente importância dos Estados Unidos no comércio global. Os Estados Unidos se tornaram um importante credor para nações em desenvolvimento. A taxa de câmbio do dólar agora superava moedas menos conhecidas, como a lira italiana e o xelim austríaco, que anteriormente eram cotados em menos centros financeiros. No final da década de 1920, créditos estrangeiros em dólares superaram em duas vezes os aceites estrangeiros em libras esterlinas. Comparado à libra, o dólar compunha uma parcela maior das reservas cambiais de bancos centrais e governos⁵.

No entanto, a Grande Depressão dos anos 1930 teve um impacto significativo no papel global do dólar. O comércio internacional e a demanda por dólares diminuíram devido à recessão econômica mundial. Governos impuseram tarifas e cotas para proteger as indústrias domésticas à medida que o comércio diminuía, diminuindo ainda mais a demanda por dólares. A crise financeira também tornou os sistemas bancários instáveis, resultando em corridas bancárias em muitos países. Esses elementos trabalharam juntos para reduzir a influência do dólar internacionalmente durante esse período.

⁵ Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar - Dominance

Em um segundo momento, após a segunda guerra, foi necessário estabelecer um sistema monetário internacional, o que deu mais uma oportunidade ao dólar em se tornar moeda dominante global. Nesse sentido, o Acordo de Bretton Woods foi formalizado em julho de 1944, levando a uma nova era nas relações monetárias internacionais. Delegados de 44 países participaram da conferência, que visava projetar um novo sistema financeiro global para substituir o padrão-ouro, abandonado durante a Grande Depressão. A conferência estabeleceu duas grandes instituições financeiras internacionais para atingir esse objetivo: o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (FMI).

O sistema de Bretton Woods estabeleceu uma paridade fixa entre o dólar americano e o ouro, e outras moedas foram atreladas ao dólar americano. Esse sistema efetivamente tornou o dólar americano a moeda de reserva mundial, o que permitiu aos países converterem suas moedas em dólares a uma taxa de câmbio fixa. Os países concordaram em manter suas taxas de câmbio dentro de uma margem de 1% da paridade estabelecida e, em troca, receberam acesso a crédito do FMI caso suas moedas enfrentassem pressões no mercado de câmbio.

O sistema de paridade dólar-ouro permitiu aos EUA incorrer em déficits comerciais persistentes e financiar seus gastos militares e de desenvolvimento no exterior imprimindo dólares. Essa visão foi originalmente proposta pelo economista Robert Triffin, que argumentou que os EUA tiveram que emitir muitos dólares para acompanhar a expansão do comércio internacional e fornecer liquidez para a economia mundial. No entanto, esse sistema também resultou no que ficou conhecido como o dilema de Triffin. O dilema de Triffin refere-se à contradição inerente a um sistema que depende da sua própria hegemonia monetária, neste caso os EUA, para fornecer duas moedas de reserva simultaneamente: o dólar americano, necessário para o comércio e investimento internacional, assim como o ouro, que fornece uma reserva de valor.

Privilégio Exorbitante do Dólar

O papel principal desempenhado pelo dólar como moeda de reserva também dá aos Estados Unidos uma vantagem econômica, proporcionando-lhes o que alguns chamam de "privilégio exorbitante", que permite, como mencionado financiar grandes déficits em conta corrente em sua moeda. Esse "privilégio exorbitante" decorre do fato de que os países estrangeiros precisam manter dólares americanos para conduzir o comércio e o investimento internacional, o que cria uma demanda constante pela moeda. Além disso, os países mantêm reservas em dólares americanos porque é percebido como uma reserva de valor estável e confiável. Assim, países investem no tesouro americano através dos dólares que obteve no comércio internacional, ou até mesmo vendendo sua moeda local. Além do mercado de títulos, pode-se investir no mercado de capitais como também na economia real, como por exemplo fábricas, indústrias e empresas. Esse não é o caso de diversos países no mundo, como a China, pois não conseguem fornecer mercados com bastante liquidez, equilíbrio político e o não controle de capital⁶. Nesse sentido, isso permite que o EUA emita dívida sem receio de não haver compradores pois sempre existem países em busca de dolarizar suas reservas, pelo menos é o que a história mostra. Logo, quando os EUA estão sem caixa para pagar sua crescente dívida ou manter o governo funcionando (evitar *shutdowns*), eles simplesmente emitem mais títulos com prazos mais longos e rolam essa dívida.

No entanto, alguns especialistas argumentam que a dependência do dólar como moeda de reserva está desatualizada e é contraproducente. Um problema potencial com a dependência global do dólar como moeda de reserva é que isso pode ter consequências negativas para os países, especialmente os em desenvolvimento, cujas próprias moedas são desvalorizadas em comparação. Além disso, o desafio colocado pelas economias emergentes, como a China e a Rússia, levou a apelos por um sistema de moeda de reserva global mais diversificado. Apesar disso, as tentativas de países como os do fórum BRICS de promover moedas de reserva alternativas ainda não derrubaram o dólar como moeda de reserva global dominante.

⁶ Clash of Empires – Living in a US Dollar World

Quem é a China no Contexto Econômico Global?

A China tem desempenhado um papel cada vez mais importante no mundo do comércio. Além de ter a segunda maior população do mundo, a economia da China também ficou em segundo lugar no mundo em 2018. O seu PIB equivale a 66% do dos Estados Unidos, o que representa cerca de 16% do PIB global. A economia da China tem registado um crescimento incrível desde o final da década de 1970, com uma taxa média de crescimento anual de cerca de 9%⁷. Esta expansão foi em grande parte alimentada pelo investimento de capital, apoiado por elevadas poupanças internas.

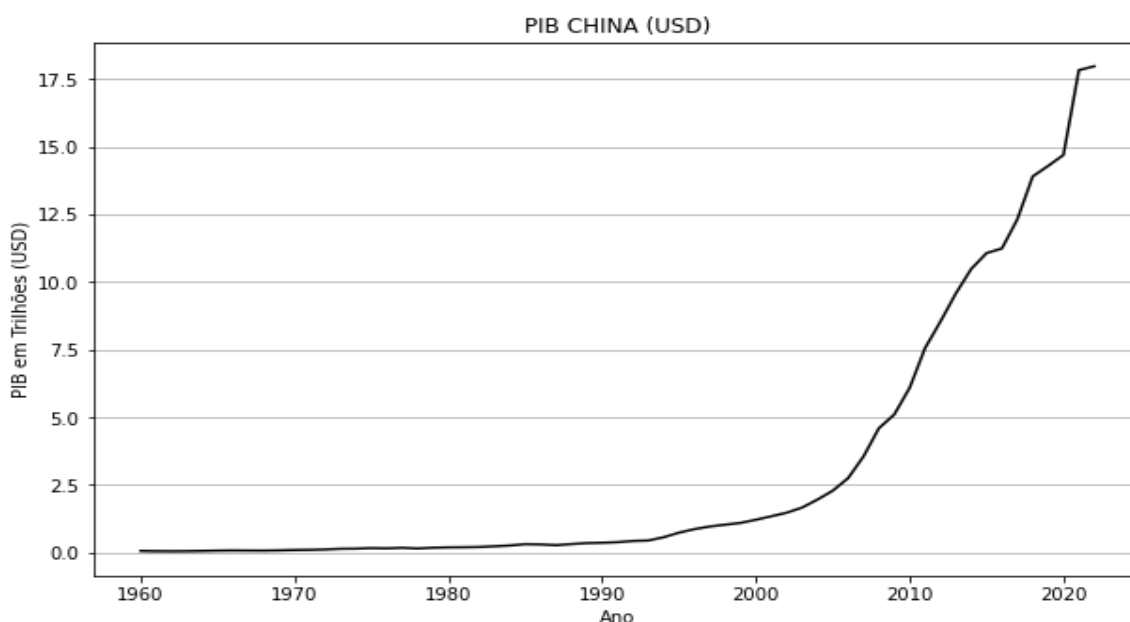


Figura 1, PIB Chinês em Dólares. Fonte: World Bank. Elaboração: Autor

Quando se trata de comércio, a influência da China é ainda mais significativa. O país se tornou-se o maior exportador de bens em 2009 e a principal nação comercial em 2013. Na década de 1980, as exportações chinesas registaram um aumento médio anual de 5,7%, que depois subiu para 12,4% na década de 1990 e aumentou ainda mais para uns impressionantes 20,3% entre 2000 e 2003. Nessa altura, a taxa de crescimento das exportações da China tinha ultrapassado a de o mercado global em sete vezes, demonstrando claramente o seu rápido crescimento no comércio global⁸. Por consequência,

⁷ The Development of China's Export Performance by Javier Silva-Ruete, FMI

⁸ The Development of China's Export Performance by Javier Silva-Ruete, FMI

a sua participação global aumentou de 1,9% em 2000 para 11,4% em 2017⁹. Em termos de exportação de serviços, a China ficou em quinto lugar a nível mundial em 2017; no entanto, a sua presença no comércio de serviços não é tão proeminente como no comércio de mercadorias.

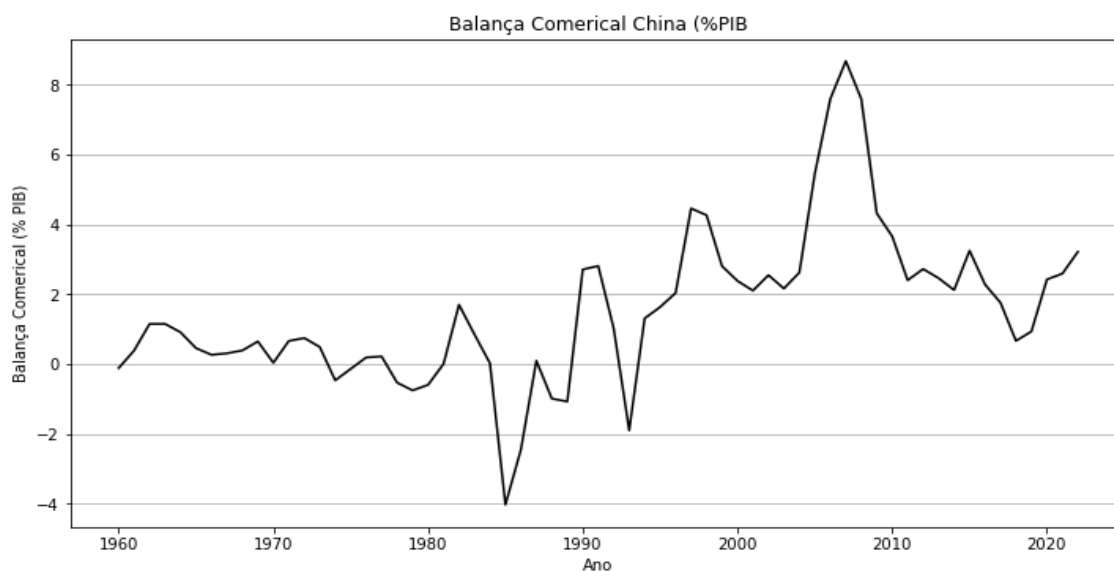


Figure 2, Balança Comercial Chinesa. Fonte: World Bank. Elaboração: Autor

No setor financeiro, entre 2015 e 2017, a China foi o segundo maior país fonte de investimento direto estrangeiro (IDE). No entanto, embora o seu sector comercial tenha globalizado significativamente, a participação estrangeira permanece relativamente baixa no que diz respeito ao seu sistema bancário, mercado obrigacionista e mercado bolsista¹⁰.

Esta presença considerável no comércio global demonstra a capacidade económica da China; no entanto, sua moeda, o Renminbi, ainda está atrás do Euro e do Dólar no que diz respeito a transações internacionais. Por outro lado, o dólar americano desempenha um papel significativo nas transações globais, destacando a disparidade entre o estatuto económico da China e a utilização mundial da sua moeda. À luz disto, especialmente após a crise do subprime em 2008, o governo da China tem demonstrado um entusiasmo crescente em promover o Renminbi como meio para pagamentos do comércio internacional, com o objetivo de diminuir a sua dependência do dólar americano.

⁹ McKinsey Global Institute - China and the world: Inside the dynamics of a changing relationship

¹⁰ McKinsey Global Institute - China and the world: Inside the dynamics of a changing relationship

MUDANÇAS NA ORDEM MUNDIAL¹¹

Em seu novo livro, “Principles for Dealing with the Changing World Order: Why Nations Succeed and Fail”, Ray Dalio, fundador do Hedge fund Bridgewater Associates, argumenta que a supremacia de uma moeda/país na verdade é um grande de ciclo, que começa com as oportunidade e crescimento acelerados, chega em seu auge, e depois perde o seu posicionamento para uma nova moeda/país. Isso pode ser de fato notado a partir da queda do último Império chinês, que foi substituído pelo Holandês, partindo para o Inglês, Americano e hoje discutimos a possibilidade de a China novamente assumir esse posto. Para identificar o poder de uma nação, Dalio usa vários fatores-chave que contribuem para estes ciclos, tais como a força económica, o poder militar, coesão interna e a força da moeda. Ele chama esses fatores chave dos oito determinantes de riqueza e poder.

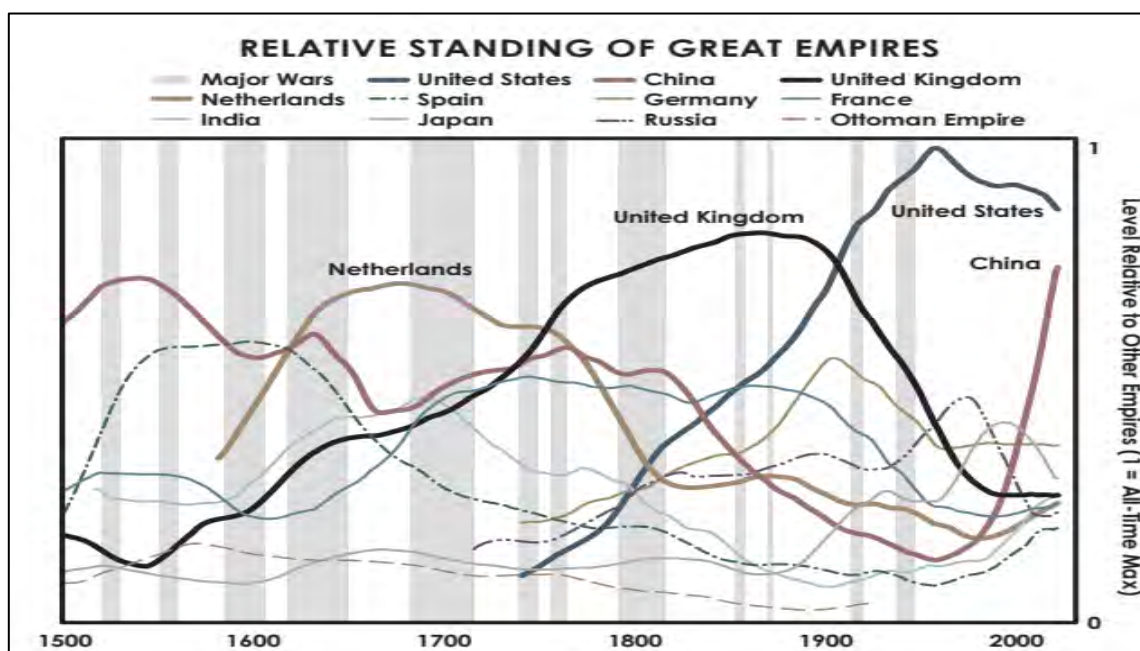


Figura 3, Poder relativa dos países. Elaboração: Princípios para Ordem Mundial em Transformação

Dalio explora indicadores do declínio de uma nação ou de um império, como a estagnação económica, o aumento dos níveis de dívida, as divisões sociais e políticas, e a

¹¹ Nessa seção, grande parte das informações e opiniões foram retiradas do livro A Ordem Mundial em Transformação

diminuição da influência internacional¹². Ele considera que esses, são consequências dos ciclos mais importantes de um país: o ciclo de endividamento de longo prazo e de mercados de capitais, o ciclo da ordem e desordem interno, e o ciclos de desordem externos. As transições entre estes estados resultam frequentemente em conflitos e perturbações, além de serem correlacionados entre si. Em uma entrevista recente para o Nikkei, Dalio comenta *“each country's populism and nationalism [is] growing in preparation for greater conflicts... conflict with outside powers, most importantly the United States”*¹³. Nesse sentido, o auge do ciclo do endividamento, aumenta a chance de um conflito interno que por consequência aumenta a chance de uma desordem externa. Vamos nos aprofundar nas próximas sessões da tese.

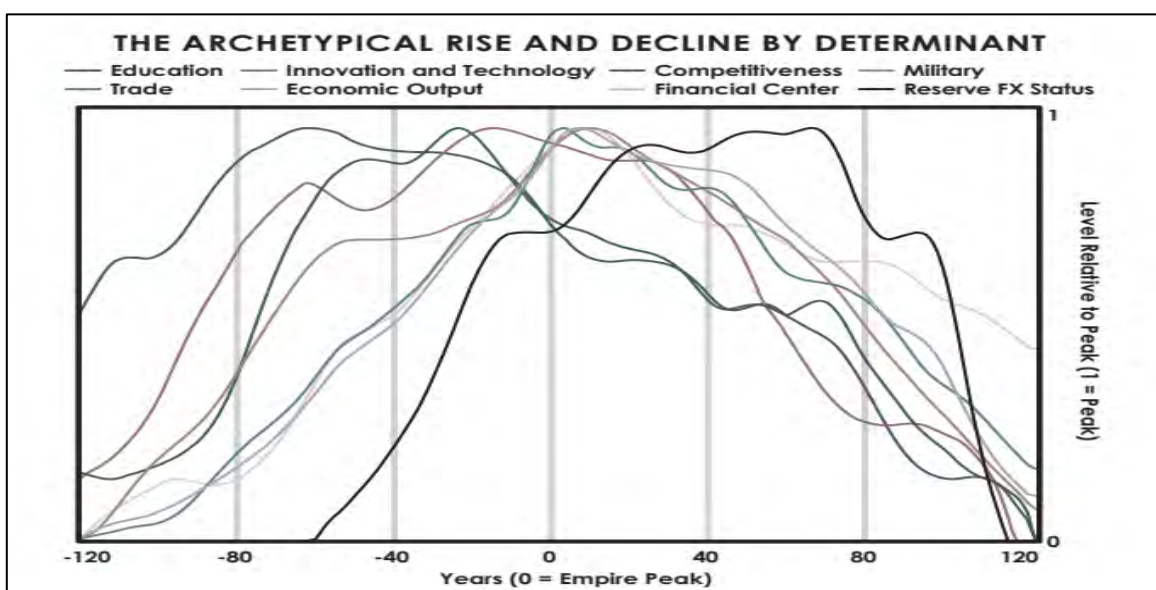


Figura 4, Determinantes de poder. Elaboração: Princípios para Ordem Mundial em Transformação

Como pode se notar na imagem acima¹⁴, retirada do livro, o fortalecimento de um indicador, leva o fortalecimento do próximo, sendo alguns bem intuitivos, como por exemplo e educação, inovação e competitividade. Em condições normais, é de se esperar

¹² Esses indicadores foram montados por Ray Dalio, e foram compostos de uma série de estatísticas distintas que tiveram que ser suavizadas e emendadas quando necessário. O valor 1 refere-se ao auge daquele

¹³ Tradução: O populismo e o nacionalismo de cada país [está] crescendo em preparação para conflitos maiores... conflito com potências externas, principalmente os Estados Unidos

¹⁴ Indicador no que tange o histórico dos dados. Assim, no gráfico acima, entende-se que historicamente, normalizado, o auge do indicador foi durante a supremacia Estadunidense, o que o designou o valor máximo 1.

que um aumento do nível educacional de uma população gera maiores níveis de tecnologia e inovação, assim tornando a mão de obra mais competitiva. O gráfico abaixo, também retirado do livro de Dalio, descreve cada estágio do processo que será aprofundado nas próximas seções:

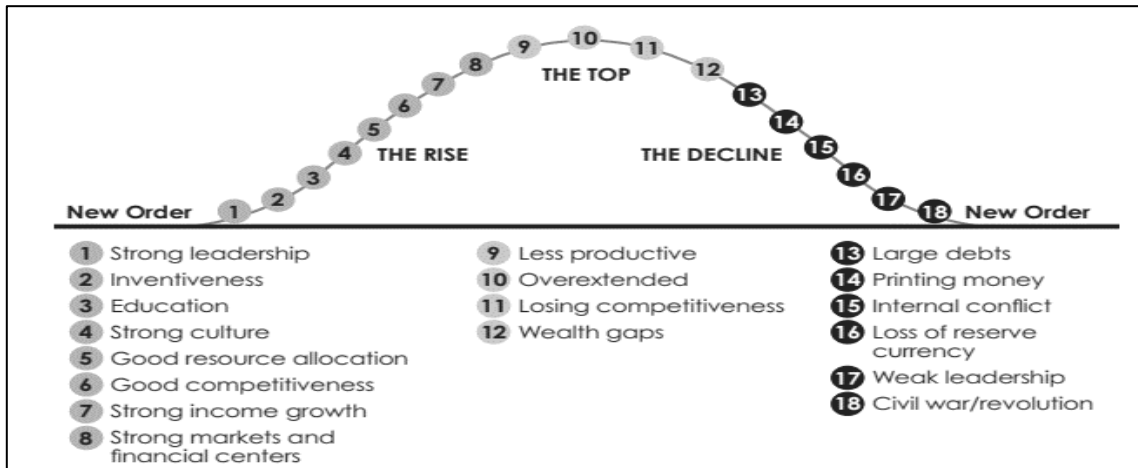


Figura 5, Fases do Poder de um Império. Elaboração: A Ordem Mundial em Transformação

Ascensão de um Império

O período de ascensão começa quando forte lideranças, seja elas partido políticos, religiões, grupos ideológicos ou até mesmo uma figura empoderada, reestrutura ou estrutura instituições robustas com capacidade de se autossustentar e aumentar a riqueza e a influência das nações. Um fator vital neste progresso é o estabelecimento de um sistema educativo de alta qualidade que vai além da transmissão de conhecimentos e competências, mas que também se concentra na promoção do carácter, da ética e da civilidade.

A melhora do nível educacional daquele grupo constitui a base para a inovação e o progresso, permitindo à nação passar dos bens para as tecnologias de ponta. À medida que a produtividade aumenta, a nação ganha uma vantagem nos mercados globais, conduzindo a uma maior prosperidade económica. Este aumento de produtividade não é uma ocorrência; está intimamente ligado ao papel crescente das nações no comércio internacional, exigindo proteção das suas rotas comerciais e reforço das suas capacidades militares.

No centro deste dinamismo está uma estrutura de incentivos capitalistas que promove o empreendedorismo e fomenta a inovação. Para impulsionar este motor, torna-se essencial desenvolver mercados de capitais sofisticados que facilitem a conversão de poupanças em investimentos produtivos. À medida que o império expande a sua influência, a sua moeda torna-se muitas vezes amplamente aceite como moeda de reserva, oferecendo benefícios financeiros, tais como custos de empréstimos mais baixos. Portanto, a ascensão de uma civilização não é apenas determinada pela sua força, mas sim influenciada por uma mistura intrincada de liderança eficaz, educação, inovação, produtividade económica e conhecimentos financeiros que operam num quadro global.

O Auge de um Império

No auge do seu poder, um império colhe os frutos da sua ascensão. Dentro dessas recompensas estão também as sementes do que vai provocar a sua queda. À medida que a população se torna mais rica e mais influente as despesas, o trabalho aumenta, reduzindo a competitividade do império em escala. Isto é agravado quando outras nações começam a imitar os métodos e tecnologias do império líder, desgastando ainda mais a sua vantagem. Além disso, à medida que as pessoas dentro do império se tornam mais ricas, tendem a trabalhar com diligência, aproveitando o tempo de lazer e adotando estilos de vida menos produtivos. Com o tempo, os valores mudam daqueles que tiveram de lutar pela riqueza para aqueles que a herdaram, tornando as gerações futuras mais suscetíveis aos desafios.

Entretanto, a confiança financeira ainda está no sentimento do povo e das instituições. As bolhas financeiras surgem à medida que as pessoas antecipam a prosperidade que conduz ao endividamento. Isto resulta em dívidas que podem fornecer poder a curto prazo ao império, mas que o enfraquecem no decorrer da corrida. A concessão do estatuto de moeda de reserva permite ao império contrair empréstimos extensivos. Isto também acumula dívidas e compromete o seu bem-estar financeiro a longo prazo.

Os custos associados à defesa do seu domínio começam a superar as suas receitas, tornando o seu domínio global financeiramente insustentável. Além disso, quando as disparidades em termos de riqueza e oportunidades se tornam mais pronunciadas, muitas

vezes dá origem a uma maior insatisfação. Este descontentamento pode potencialmente evoluir para conflitos se a qualidade de vida geral não progredir. À medida que o tempo passa e as dívidas continuam a acumular-se, enquanto as divisões sociais se alargam, a estrutura financeira do império começa a vacilar. Se as fontes alternativas de crédito, para o império, secarem, aqueles que possuem a sua moeda gradualmente começam a vendê-la. Isso enfraquece ainda mais o poder do império. Serve como uma indicação de que seu declínio começou.

A Queda de um Império

O declínio de um império normalmente se desenrola em dois estágios: primeiro gradualmente e depois abruptamente. Esta recessão é muitas vezes precipitada por fraquezas económicas internas agravadas por dispendiosos conflitos externos ou por uma combinação de ambos.

Quando um império acumula dívidas para além da sua capacidade de reembolso, enfrenta um dilema crítico: ou não pagar as suas dívidas, ou rolar sua dívida e aumentar o tamanho dela, ou recorrer à impressão de grandes quantidades de moeda. A última opção, que é a mais comum, geralmente leva à desvalorização da moeda e à inflação.

Simultaneamente, como comentado por Dalio, “Em todos os países ao longo do tempo, embora em graus variados, pessoas são divididas em “classes”, seja porque optam por estar com pessoas semelhantes a elas ou porque terceiros as atribuem a uma classe”. Logo, esses diferentes grupos exercem diferentes opiniões, o que aumenta os conflitos internos, especialmente quando as diferenças são étnicas e de riqueza, levando ao extremismo político, além da inflação ser o grande impulsionador das disparidades de riqueza.

O populismo de esquerda que visa redistribuir a riqueza, enquanto o populismo de direita é centrado na preservação da riqueza dos ricos. Este período é frequentemente rotulado como a “fase anticapitalista”, onde a culpa é colocada no capitalismo e nas elites pelos problemas persistentes. Segue-se uma elevada tributação dos ricos, provocando a

fuga de capitais para ativos e jurisdições mais seguros, o que esgota ainda mais as receitas fiscais do país. Quando a saída de capitais atinge um determinado nível, o país torna-a ilegal, induzindo o pânico entre aqueles que procuram transferir os seus ativos para fora do país.

Este ambiente instável corrói a produtividade, conduzindo a uma maior contração do “bolo” económico e intensificando os conflitos sobre a distribuição de recursos cada vez mais escassos. Surgem líderes populistas, prometendo restaurar a ordem, colocando assim em risco as instituições democráticas. Os conflitos internos podem evoluir para alguma forma de revolução ou guerra civil destinada a redistribuir a riqueza e forçar mudanças significativas, que podem ser pacíficas ou violentas.

Tais convulsões internas criam o que o texto chama de “novas ordens internas”. Embora estes possam mudar sem afetar a ordem global, quando coincidem com desafios externos, têm o potencial de alterar completamente a ordem mundial. Este declínio multifacetado é caracterizado pela fragilidade económica, divisão social, extremismo político e, em última análise, pela erosão da estabilidade interna e externa do império. Assim, termina um império.

A CRESCENTE DÍVIDA AMERICANA

Déficit Primário e Dívida

Assim como comentado ao longo da tese, os EUA hoje é o país que detém a moeda mais valorizada e vista como moeda de reserva para grandes e pequenas economias mundiais. Entretanto, a questão da dívida dos Estados Unidos tem sido motivo de preocupação contínua e de debate político, especialmente quando se discute o limite máximo da dívida.

Atualmente o nível de endividamento atingiu níveis que superam o observado após a Segunda Guerra Mundial. Em 2022, a dívida pública representava cerca de cem por cento do Produto Interno Bruto (PIB), antes da pandemia da COVID 19, a razão dívida já era maior que 80% ¹⁵. A trajetória mostra que a dívida pública em relação ao PIB continuará a aumentar na década, com implicações importantes.

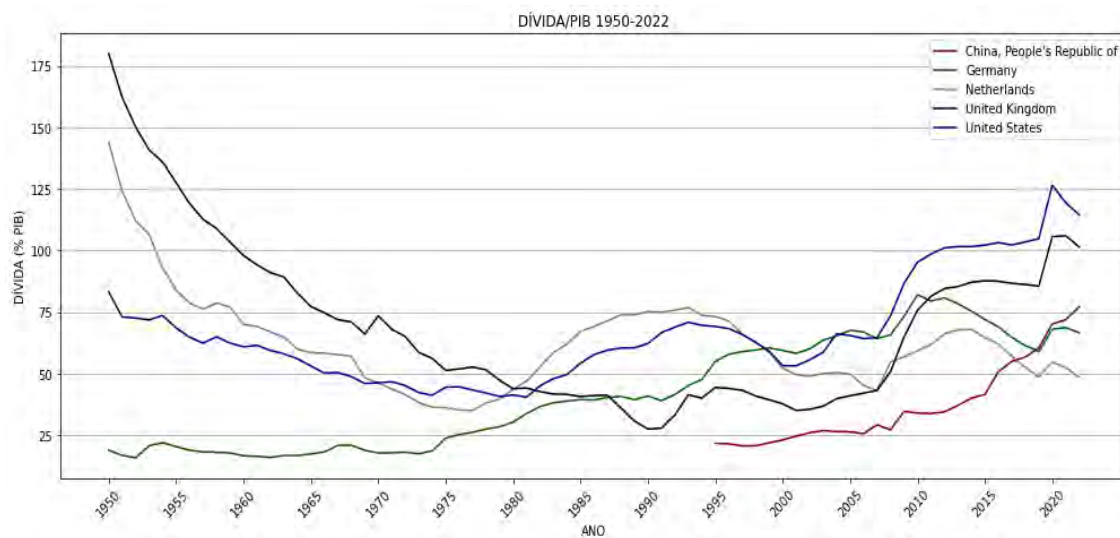


Figura 6, Dívida como % do PIB. Fonte: FMI e World Bank. Elaboração: Autor

Como podemos ver no gráfico acima, a partir de 1950 as principais economias do mundo diminuíram significativamente o nível de suas dívidas que vinham de patamares altamente elevados após a segunda guerra mundial. Posteriormente a esse período tivemos uma reorganização das economias globais, assim como da moeda de referência que até

¹⁵ Fonte: FMI

então era a libra esterlina. O recém-criado Fundo Monetário Internacional, reconheceu o status de moeda predominante ao autorizar países a definirem as suas taxas de câmbio em dólares¹⁶. O Estados Unidos foram tiveram sua moeda como a escolhida pois outros países relevantes como a Alemanha, não tinham nem mercados financeiros abertos, a França que não tinha estabilidade financeira, e até mesmo Reino Unido que não tinha nenhum dos dois. Consequentemente, o dólar emergiu como a principal e, em muitos casos, a única moeda internacional.

Os bancos centrais ainda podiam acumular ouro, mas a sua oferta limitada era uma restrição. Além disso, comprar ouro significava apoiar indiretamente a União Soviética e a África do Sul, que eram os principais produtores de ouro na altura, sendo ambos considerados regimes controversos. Estas circunstâncias elevaram o dólar e os Estados Unidos a uma posição única e poderosa nas finanças globais. Além disso, o país, diferente dos europeus, não estava no meio da zona de conflito (europeia), então não experenciou a mesma perda de capital que outros países tiveram - isso o permitiu que voltasse a crescer mais rápido que outras economias. Adicionalmente, características da dívida americana, assim como o fato de o país ser um grande credor (bancos americanos), alavancou o uso de dólares americanos no período. Adicionalmente, ocorreu também o plano Marshal, que foi uma ajuda financeira dos EUA aos países devastados, que por fim acabavam por importar bens americanos, e assim os privilegiar novamente, além de criar um relacionamento positivo.

Entre os anos 70 e 80 a dívida americana e do mundo voltaram a crescer. Diversos fatores contribuíram para que isso ocorresse, mas de fato o principal catalizador foram os gastos militares, gastos com senioridades, e os dois choques do petróleo que foram acompanhadas de recessões. Mas com ganhos de eficiência (principalmente do mercado de capitais), assim como ganhos de mão de obra (baby boomers), permitiu que mais uma vez os mundo pagasse suas dívidas, principalmente os EUA durante o governo do Ronald Reagan. Entre 1975 e 2019, a taxa de crescimento anual do PIB foi em média de 6%, enquanto a taxa de juro média dos títulos do Tesouro a 10 anos seguiu um movimento de fechamento por 4 décadas.

¹⁶ Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar - Dominance



Figura 7, Taxa Futura do Título de 10 anos Americano. Fonte: Bloomberg. Elaboração: Autor

À medida que as taxas de juro fecham, o peso do pagamento da dívida diminui, o que poderá levar a impostos menores, aumento nos investimentos públicas e privados, o que gera crescimento de PIB. Mesmo reduzindo a fonte de receita, e aumentando o gasto com investimento, o EUA presenciou uma redução significativa do seu déficit primário (por crescimento), além de ter aumentado o fluxo de capital para seu país através de uma redução do déficit comercial durante o período.

O que mudou?

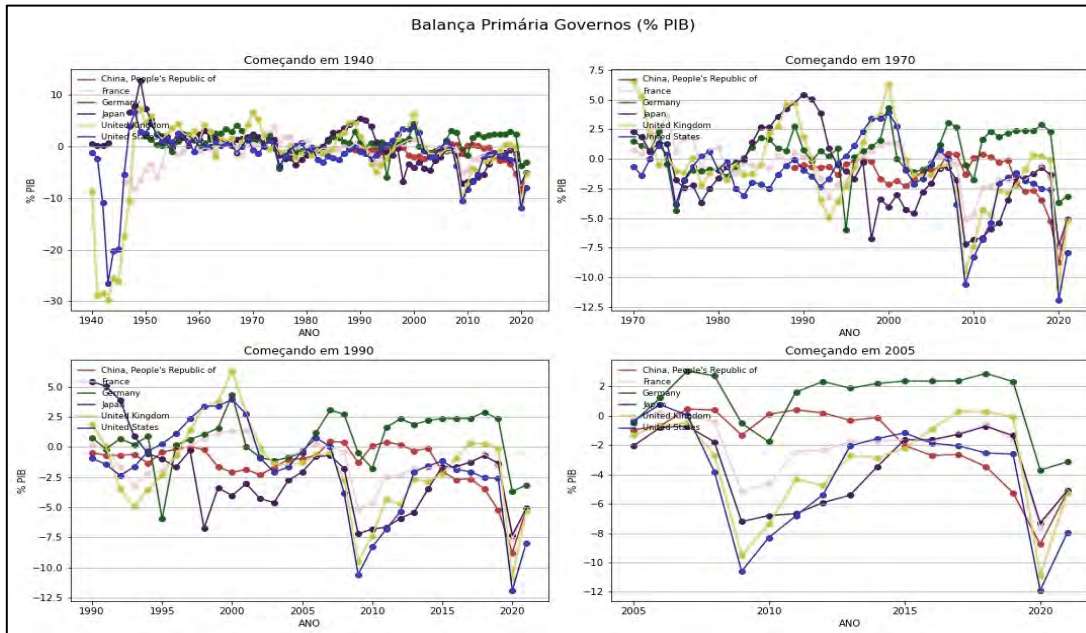


Figura 8, Balança Primária Governo em diferentes períodos. Fonte: FMI. Elaboração: Autor

No final dos anos 90, para combater o problema da sua crise de balanço, o Japão adotou medidas de *easing* nunca vistas antes, como por exemplo o juro negativo e a injeção de liquidez nas economias (*Quantitative Easing*, QE). Sendo assim, para enfrentar a crise da bolha do *subprime*, o até então presidente do FED, Ben Bernanke, introduz o QE na economia Americana. O QE e outras políticas de *easing* são ferramentas que os bancos centrais utilizam para tentar impulsionar a atividade econômica em tempos de recessão. Estas medidas envolvem a compra de ativos pelo banco central, como títulos do governo, com o objetivo de aumentar a oferta monetária (aumentando a liquidez) e reduzir as taxas de juro. A ideia é que isto irá encorajar empréstimos e investimentos que podem ajudar a relançar uma economia. Contudo, os efeitos destas políticas são complexos, pois caso a economia não volte a crescer por eficiência, pode-se gerar bolhas financeiras e inflação.

Além dessa ferramenta, os EUA passaram a ter governos gastadores, que foram grandes contribuintes para o problema que temos hoje. O governo do Obama se envolveu em diversas guerras e fez diversos aumento de gastos sociais - No início de 2011 os gastos com segurança nacional representaram 20,1% do orçamento federal em 2010, além do aumento de gastos com senioridades. Donald Trump por mais que fosse republicano, era

gastador e pregava por cortes de impostos – durante seu mandato a taxa de imposto corporativo dos EUA reduziu de 35% para 21%, conseqüente levando as receitas a caírem para 16,4% do PIB¹⁷. Por fim o governo do Joe Biden que veio junto com uma pandemia.

Sendo assim, ao longo da década, os Estados Unidos testemunharam uma duplicação da sua dívida, passando de 15 bilhões de dólares para 31 bilhões de dólares. Este aumento substancial nem sequer tem em conta obrigações, como a Segurança Social e o “*Medical Care*”, que poderiam potencialmente elevar o valor da dívida para uns espantosos 200 bilhões de dólares. Estes gastos não são vistos como uma dívida pois não existem nenhum acordo ou promessa formal de cumprimento. Enquanto isso, como comentado pelo renomado economista, Stanley Druckenmiller em um dos seus recentes artigos, “Nos Estados Unidos, a única coisa que Hillary Clinton, Joe Biden e Donald Trump podem concordar é que as senioridades nunca devem ser tocadas”.

Sendo assim, para mitigar esse risco fiscal, os EUA enfrentam escolhas desagradáveis, como aumentar todos os impostos federais em 40%, ou reduzir os gastos federais em 35%, o que também não é uma decisão populista¹⁸. Aumentar impostos não é tão eficaz, pois gera fuga de capital, sendo assim, existe um ponto ótimo de nível de imposto, como podemos ver na ilustração abaixo referente a curva de laffer:

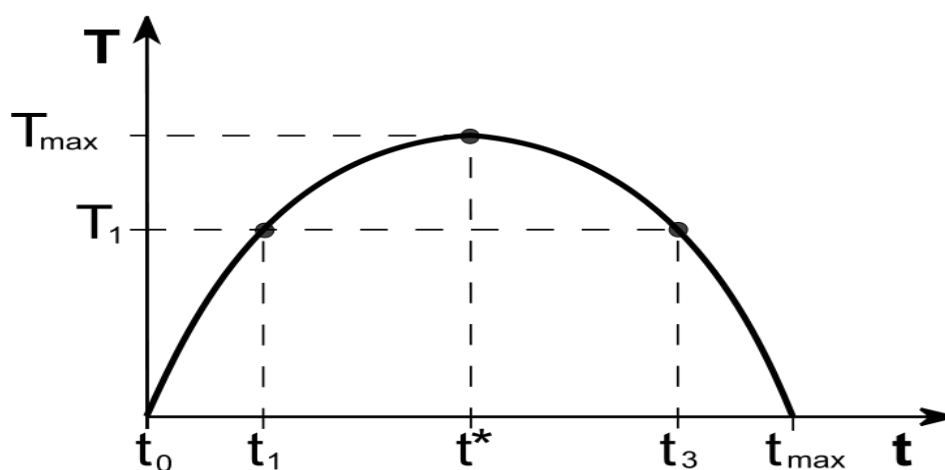


Figura 9, Curva de Laffer. Elaboração: Autor

¹⁷ <https://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/what-are-economic-effects-tax-cuts-and-jobs-act>
<https://www.brookings.edu/articles/did-the-2017-tax-cut-the-tax-cuts-and-jobs-act-pay-for-itself/>

¹⁸ Coming Fiscal Horror Show by Stanley Druckenmiller

Enquanto, por outro lado, cortar gastos também é conflituoso, pois dificilmente, este candidato conseguira se eleger novamente. Além desses gastos, existem outros que são inesperados, mas que certamente surgiram, entretanto, são difíceis de mensurar, como exploração espacial, guerras e luta contra o aquecimento global.

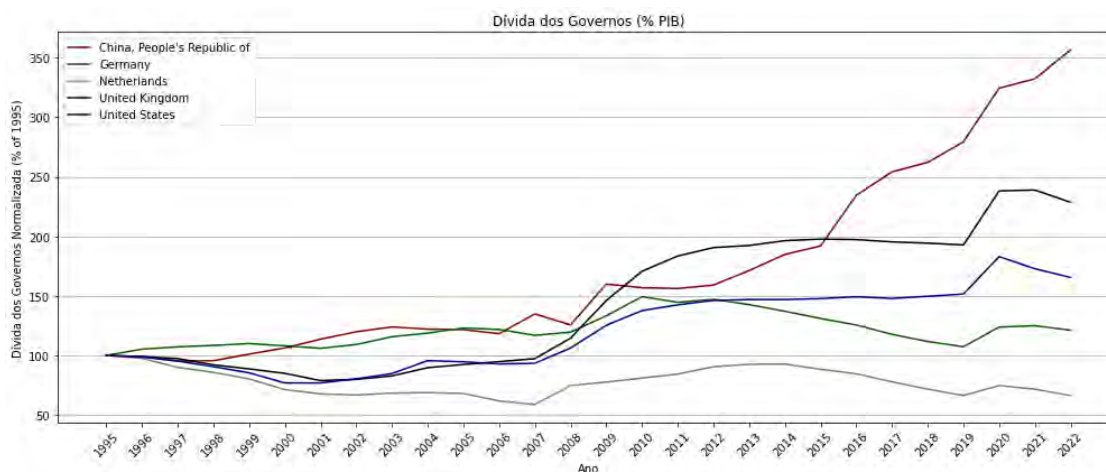


Figura 10, Dívida dos Governos como % do PIB. Fonte: FMI. Elaboração: Autor

Evidencia-se, pois, que com um balanço que atinge os 9 trilhões de dólares, o FED incentiva inadvertidamente o comportamento e contribui para bolhas financeiras. Mesmo com estímulos, juros baixos e níveis de desemprego baixíssimo, os EUA não diminuiram foram capazes gerar superávits a nível que pudesse estabilizar sua dívida que nem nos anos 90. Nos meses recentes, a confiança dos investidores permanece incerta visto que os rendimentos do Tesouro de 10 anos atingiram o patamar de 5%, seu ponto mais alto desde 2007, com agência de ratings rebaixando a classificação de crédito dos EUA. É claro que em momento economicamente turbulentos, justificar o movimento de um derivativo é complexo e arriscado, mas mesmo que o movimento do título não se justifique somente por isso, também é difícil argumentar que ele não teve relevância. Esperar para fazer um ajuste fiscal só piora o problema à medida que os pagamentos de juros continuam aumentando. Assim como mencionado por Drunkenmiller, “O tesouro com taxas de juro de 5 por cento, os pagamentos de juros todos os anos seriam tão grandes quanto todo as os gastos com ajudas sociais da pandemia de 2020. Em outras palavras, fazendo com que os pagamentos de juros aumentem de 8% das despesas para 27% até 2050”. Este é um pesadelo para o futuro crescimento económico, investimento, produtividade e, claro, as próximas gerações que terão que arcar com esses gastos.

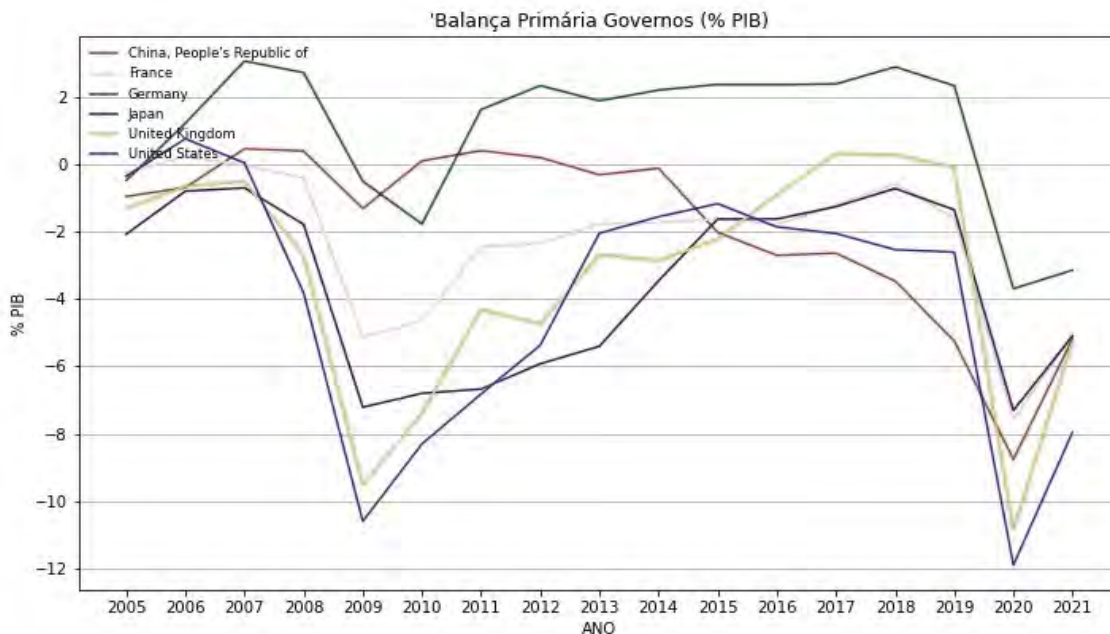


Figura 11, Balança Primária Governo (%PIB). Fonte: FMI. Elaboração: Autor

Por mais que isso seja um problema que vem sendo alertado por muitos, há muitos anos, não vimos em termos práticos nenhuma consequência para o dólar - que de certa maneira, mede de fato o poder econômico da economia americana. Alguns *especuladores* argumentam que por se tratar de um problema para o futuro, e que no momento presente a economia americana ainda se mostra resiliente, ganhos de eficiência poderiam resolver esse problema¹⁹. Outros gestores como Stanley Druckenmiller, há décadas já botavam data para o início do problema, e alertava já em 2013 que a futura classe trabalhadora tinha que se preocupar pois os babies boomers estavam envelhecendo²⁰. Olhando para o futuro, se a atual trajetória continuar, os especialistas do Gabinete Orçamental do Congresso preveem que o déficit permanecerá em torno de 6% do PIB durante a década. Os economistas têm opiniões sobre qual o nível de dívida sustentável, mas há um consenso generalizado de que estamos a entrar em território desconhecido. Hoje os EUA gastam 6x mais com um sênior do que com crianças, sendo responsável por 60% das receitas de impostos. Esse número está estipulado a crescer para 70%, nos próximos 10 anos.

¹⁹ Paul Tudor, Robin Hood NYC 2023

²⁰ Stan Druckenmiller, Robin Hood NYC 2023

Existem três principais consequências quando os níveis de dívida pública são elevados. Em primeiro lugar, o governo tem de gastar mais no pagamento de juros da sua dívida, o que pode ter impacto nos contribuintes e nos programas governamentais, deixando os americanos com menos poder em momentos de *stress*. Em segundo lugar, quando uma parte significativa das poupanças da economia vai para a dívida pública, isso limita os recursos para investir em ativos mais produtivos, como infraestruturas e avanços tecnológicos. Em terceiro plano, um país muito endividado perde a credibilidade de que aquele país vai ser capaz de pagar novas dívidas, o que é importante para a economia caso seja feito de maneira saudável. A razão entre a dívida detida e o PIB é um indicador importante neste contexto porque uma razão crescente da dívida/PIB pode indicar um menor crescimento económico e tem sido historicamente associado a crises financeiras. Um país que está exposto a fenômenos como esses, não é o ideal para ter sua moeda como a dominante no contexto global.

Conflitos Políticos Internos

Tanto os Democratas como os Republicanos historicamente demonstraram relutância em abordar reformas, apesar de terem experimentado momentos de prosperidades económica sem precedentes. Infelizmente, as oportunidades para aliviar o peso da dívida foram desperdiçadas. O discurso, de ambos os lados do espectro, parece apoiar a implementação de medidas que impulsionam crescimento económico através de gastos, resultando num impressionante défice de 1,6 trilhões de dólares durante um período de 10 meses até julho de 2023²¹. Quando olhamos outros países desenvolvidos, há uma tendência preocupante emergente. Embora muitos governos estejam aumentando as suas despesas, a extensão e a persistência das medidas tomadas pelos Estados Unidos não têm paralelo. Países como a França tomam medidas para mitigar as suas lacunas fiscais, como por exemplo o aumento da idade para se aposentar e receber senioridades, mas isso não é discutido por nenhum dos partidos na América do Norte²².

²¹ The 2024 Election: One Year Out, Goldman Sachs

²² Coming Fiscal Horror Show by Stanley Druckenmiller

As políticas fiscais nos Estados Unidos tendem a aumentar à medida que as eleições se aproximam, indicando um aumento nos gastos do governo para obter o apoio dos eleitores. Este padrão sugere que os partidos políticos aproveitam a promessa de benefícios para influenciar o eleitorado, destacando a natureza cíclica da expansão das medidas fiscais durante marcos políticos significativos.

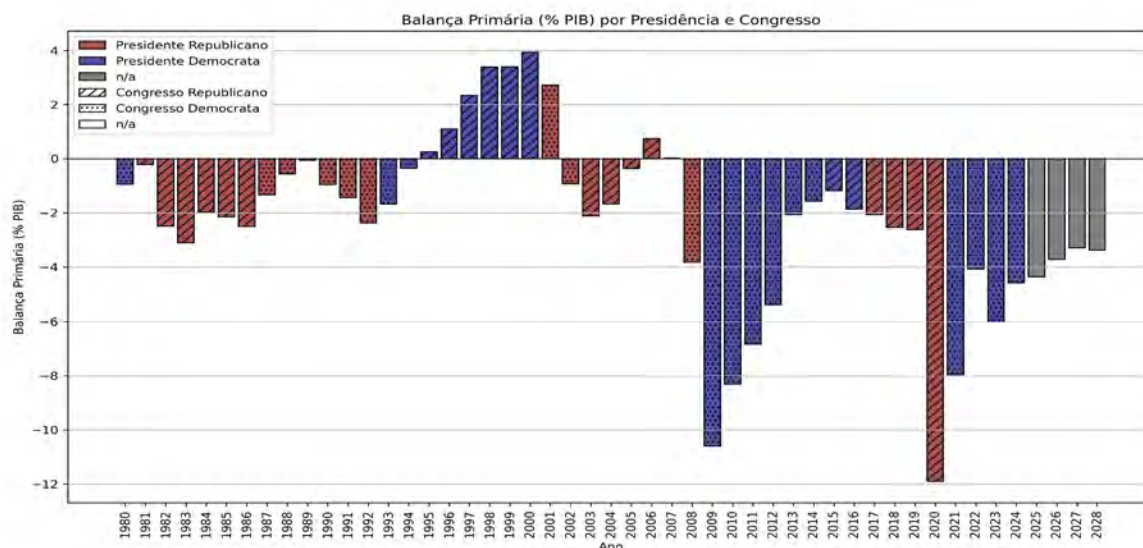


Figura 12, Balança Primária EUA (%PIB) X Mandatos Políticos. Fonte: FMI. Elaboração: Autor

O papel do Congresso é tão crucial quanto o do Presidente na definição de políticas, visto que o Congresso é responsável por aprovar, debater e elaborar medidas legislativas, assim mantendo responsabilidade partilhada na orientação da administração financeira do país. Portanto, os resultados fiscais também refletem a tomada de decisões dentro do corpo legislativo do país, independentemente das inclinações do poder executivo.

Com base na figura acima, nota-se que é irrelevante se o partido que controla o congresso ou detém a presidência, é democrata ou republicano; dados históricos revelam que ambos os lados demonstraram falta de responsabilidade. O que podemos notar é uma tendência para ser menos rigoroso com as finanças quando temos o mesmo partido em controle do congresso e da casa branca, pois aprovar medidas sugeridas pela presidência torna-se mais fácil.

Contudo, parece que as condições ideais para a prática da prudência surgem quando diferentes partidos controlam o Congresso e ocupam a Casa Branca. Este equilíbrio de

poder pode servir de controle contra a aprovação de medidas imprudentes que sugerem que um governo dividido pode estar mais inclinado a exercer contenção quando se trata de finanças.

Um outro aspecto importante que impacta a estratégia de um governo é o montante da dívida que ele carrega quando chega ao poder. No passado, era comum justificar o aumento dos gastos com base numa economia próspera e em baixas taxas de desemprego. Contudo, as tendências recentes indicam um enfraquecimento da relação entre o desempenho econômico e as escolhas orçamentais, sugerindo um afastamento dos princípios tradicionais que orientaram historicamente a política orçamental.

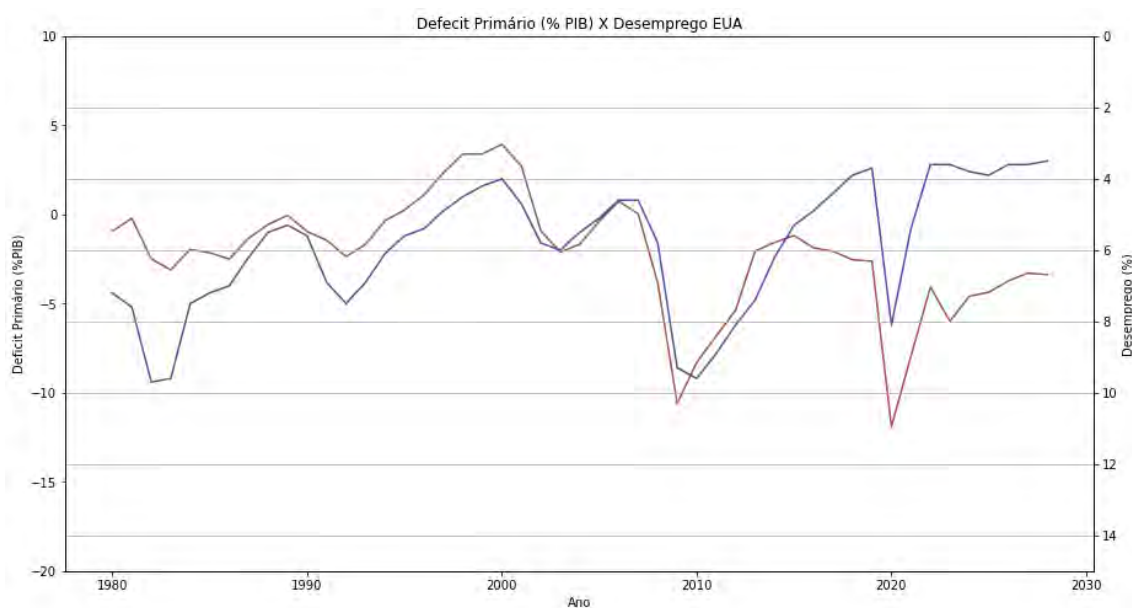


Figura 13, Déficit Primário X Desemprego Normalizado. Fonte: World Bank. Elaboração: Autor

Estudo políticos entendem que nas eleições de 2024, veremos um senado representado majoritariamente por republicanos, o que torna o governo de um democrata mais ideal para contas públicas²³. Além disso, como mencionado, temos uma dívida explosiva, crescente e que não pode mais ser justificada por um trade-off econômico. O limite da dívida foi suspenso até 2 de janeiro de 2025, e com pouco caixa para pagar essa dívida, e com os juros da dívida extremamente alto (comparado historicamente), é provável que esse limite seja estendido pelo senado novamente.

²³ The 2024 Election: One Year Out, Goldman Sachs

GEOPOLITICA

Protecionismo Americano

A disputa comercial entre os Estados Unidos e a China, iniciada em 2018, durante a administração Trump, pode ser vista como parte de um padrão de protecionismo americano. Em resposta às práticas comerciais desleais, ao roubo de propriedade intelectual e às preocupações com a segurança nacional, os Estados Unidos impuseram tarifas sobre vários produtos chineses. A China retaliou impondo as suas tarifas sobre produtos americanos, resultando num ciclo crescente de ações. Este conflito sobre o comércio teve consequências nas cadeias de abastecimento globais, no crescimento económico e na estabilidade geopolítica. A administração Biden manteve uma posição em relação à China, ao mesmo tempo que expressou vontade de colaborar em áreas de interesse comum. A guerra comercial representa uma competição entre estas duas nações que abrange a força militar tecnológica e a influência nas organizações internacionais. Sendo assim, isso significa uma mudança da era da globalização caracterizada por mercados abertos e comércio livre para uma abordagem mais protecionista e nacionalista ao comércio global. Estas tensões comerciais suscitaram discussões sobre o futuro da governação económica, a eficácia das medidas protecionistas e a possibilidade de separar as duas maiores economias do mundo.

Rússia X Ucrania

Após o início da Guerra entre a Ucrania e Rússia, diversos conflitos geopolíticos passaram a surgir no mundo, advindo da decisão dos países em apoiar ou não a Ucrania. A decisão dos EUA e da Europa de sancionar a Rússia, fez com que, principalmente países com menos relação institucional, se questionassem se conduzir transações em euro e dólar fosse realmente uma escolha segura. Até mesmo empresas Chinesas, listadas em bolsas ao redor do mundo, passam a se questionar se o risco do mercado financeiro chinês (Hong Kong) é de fato maior que o risco imposto nas possíveis sanções em dólar.

Além disso, já existia um movimento da Rússia e a China começassem a negociar em uma moeda bilateral antes da guerra, assim, era a oportunidade perfeita para China

introduzir sua moeda em um mercado extremamente significante, até porque conseguiriam preços de combustível muito mais barato ao passo que o mundo tomou um choque negativo de oferta de petróleo, enquanto o petróleo Russo sofreu um choque negativo de demanda.

Taiwan X China

O conflito entre Taiwan e a China remonta à Guerra Civil Chinesa que terminou em 1949. Após a guerra, o Partido Nacionalista recuou para Taiwan enquanto o Partido Comunista estabeleceu a República Popular da China na China continental. Ambos os governos afirmam ser os governantes de toda a China, levando a uma tensão de longa data que tem sido uma questão delicada para Pequim. Os Estados Unidos, embora reconheçam oficialmente Pequim como o governo da China desde 1979, seguem uma política de "ambiguidade" no que diz respeito à sua posição em relação a Taiwan. Isto significa que, embora os EUA reconheçam a reivindicação da China sobre Taiwan, não a endossam e mantêm relações com Taiwan, incluindo vendas de armas e reuniões de alto nível. Para grande insatisfação da China.

Taiwan desempenha um papel de parceiro comercial dos Estados Unidos, especialmente na indústria de semicondutores, que é crucial para a tecnologia e a defesa. Além disso, o estatuto democrático de Taiwan está alinhado com os valores, tornando-o um importante aliado numa região que é cada vez mais influenciada pelo regime autoritário da China. A China considera que colocar Taiwan sob o seu controle é uma conquista nacionalista que erradica o que considera uma consequência duradoura da “humilhação histórica”. Isto também daria à China profundidade na região do Pacífico, oferecendo potencialmente benefícios militares e económicos. Como resultado, ambos os países têm interesses envolvidos e os pontos fortes únicos de Taiwan tornam-no um ponto focal nas relações EUA-China, intensificando os riscos e consequências de qualquer escalada, em tensões ou conflitos.

As tensões crescentes têm implicações geopolíticas. À medida que as capacidades militares da China se tornaram mais fortes, também aumentou a sua pressão sobre Taiwan, levantando preocupações sobre a possibilidade de conflito. Atualmente, autoridades e

analistas dos EUA consideram improvável uma invasão no futuro; no entanto, até 2027, a China pretende possuir capacidade suficiente para um potencial invasão de Taiwan. A situação é ainda mais complicada por acontecimentos como a invasão da Ucrânia pela Rússia, que pode estar a influenciar a forma como a China traça estratégias em relação a Taiwan. O aumento das tensões ou a possibilidade de um conflito não só perturbaria a região, como também poderia atrair grandes potências globais, incluindo os Estados Unidos, devido ao significativo valor estratégico e económico de Taiwan.

Balança Comercial Americana

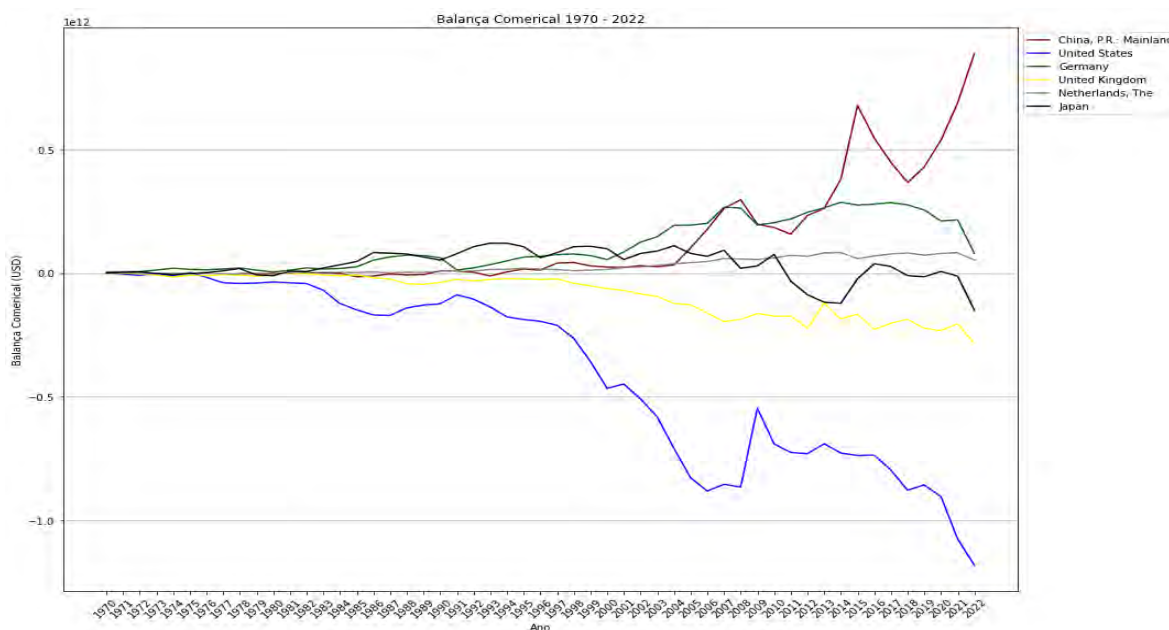


Figura 14, Balança Comercial de Países Desenvolvidos (1970 - Presente). Fonte: FMI. Elaboração: Autor

Como podemos ver no gráfico acima, muito do que foi comentado é possível se notar quando analisamos a balança comercial dos países. A partir dos anos 1970 o mundo se tornou mais globalizado, em direção a comércios com vantagens comparativas, e países se tornando majoritariamente exportadores e outros importadores.

Com o forte movimento de êxodo rural visto na China, o país asiático passou a deter muita mão de obra barata, e logo conseguiu ofertar produtos abaixo do preço da economia global. Assim, passou a se tornar um país altamente exportador, enquanto no outro lado, os

EUA que por muitos anos foi um país autossuficiente, passou a fazer mais sentido importar mercadoria de fora. No início de 2022, a força de trabalho total da China era de aproximadamente 402 milhões, contra 391 milhões em 2017. Havia cerca de 293 milhões de trabalhadores migrantes (zona rural) em 2022, representando cerca de 72% da força de trabalho total²⁴.

Além disso, uma informação muito relevante que conseguimos ver no gráfico é a consequência dos conflitos geopolíticos ao redor do mundo. A China hoje criou parceiros comerciais, que parecem estar próximo de formar um bloco, incluindo principalmente os emergentes. Essa aceleração ocorreu logo após a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (WTO), e gera um risco para a moeda americana, pois diversas vezes países passaram a se questionar o motivo que eles adotariam o dólar como a moeda utilizada para o negócio.

A figura 13, como explicado, é a balança comercial dos países em dólares, o que não é a maneira correta de analisar as consequências de uma balança com superávit ou déficit. Entretanto, para nossa análise acima, é relevante notarmos os fluxos de capitais, que passaram a sair dos EUA e entrar na China. Na figura abaixo vemos o índice com percentual do PIB:

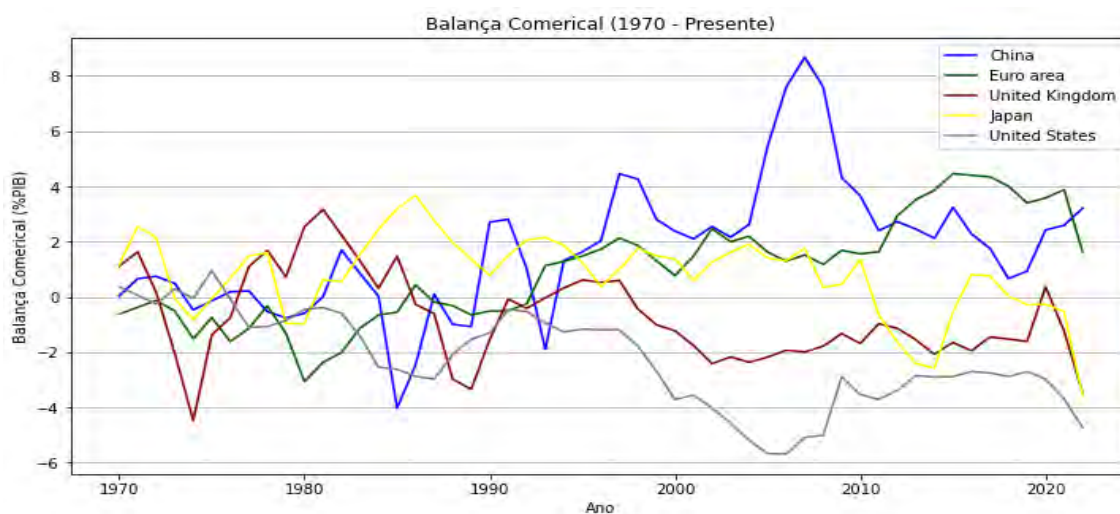


Figura 15, Balança Comercial Países Desenvolvido (%PIB). Fonte: World Bank. Elaboração: Autor

²⁴ <https://www.china-briefing.com/>

A relação entre o déficit da balança comercial dos Estados Unidos e o excedente da balança comercial da China realça uma interdependência complexa. Historicamente, os Estados Unidos têm consumido mais do que produzem, resultando num saldo recorrente. Por outro lado, a China, conhecida como o centro industrial global, produziu geralmente mais do que o seu consumo interno, resultando num saldo positivo. Este desequilíbrio não só cria dependência económica, mas também traz implicações estratégicas.

Quando um país tem um déficit contabilístico, ele contrai empréstimos junto de outros países para financiar esses déficits. Dada a sua importância geopolítica, os Estados Unidos têm conseguido financiar os seus déficits através da emissão de dívida pública sob a forma de títulos do Tesouro. Do mesmo modo, muitos países com excedentes contabilísticos, como a China, acabam por adquirir uma quantidade significativa destes títulos do Tesouro. Como detêm quantidades de títulos do Tesouro dos EUA, essas nações acumulam reservas cambiais, sendo uma parte substancial denominada em dólares americanos.

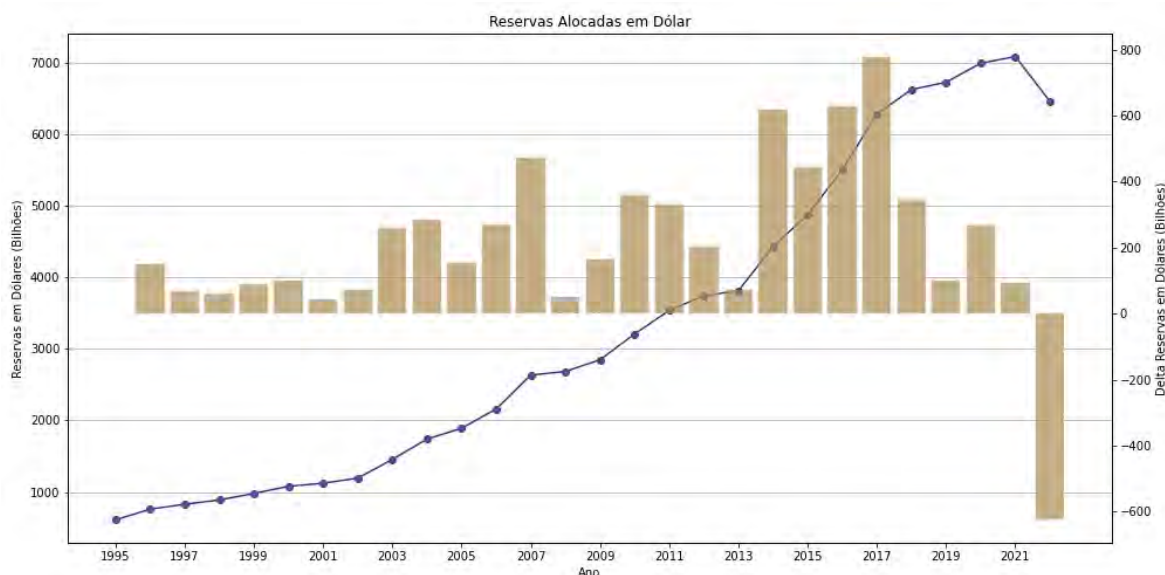


Figura 16, Reservas Alocadas COEFER. Fonte: FMI. Elaboração: Autor

O domínio sem paralelo do dólar americano como moeda de reserva mundial tem sido excepcional desde o colapso do sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods. No entanto, há indícios de que esta hegemonia está a começar a diminuir. Observámos um declínio na percentagem de reservas cambiais globais (FX), o que é normal quando temos

uma recessão – países gastam suas reservas para reaquecer a economia. Entretanto, os anos antes da pandemia, foram anos prósperos economicamente. Esta mudança sugere que podemos estar tendo uma alteração na ordem financeira mundial.

Em tempos houve uma relação consistente entre o déficit da balança corrente dos EUA e o crescimento das reservas do banco central na Fed. Estima-se que 25% deste déficit em conta corrente normalmente regressaria ao FED como reservas detidas por bancos centrais estrangeiros, desde os anos 70²⁵. Em outras palavras, o FED se permitia exportar dólares para outras economias, pois sabia que parte desse fluxo retornaria como reserva de estrangeiros.

No entanto, esse padrão histórico foi interrompido. Uma comparação entre o crescimento das reservas bancárias nos últimos 7 anos e 25% do déficit total da balança corrente dos EUA, conforme ilustrado no gráfico abaixo, mostra claramente uma divergência notável.

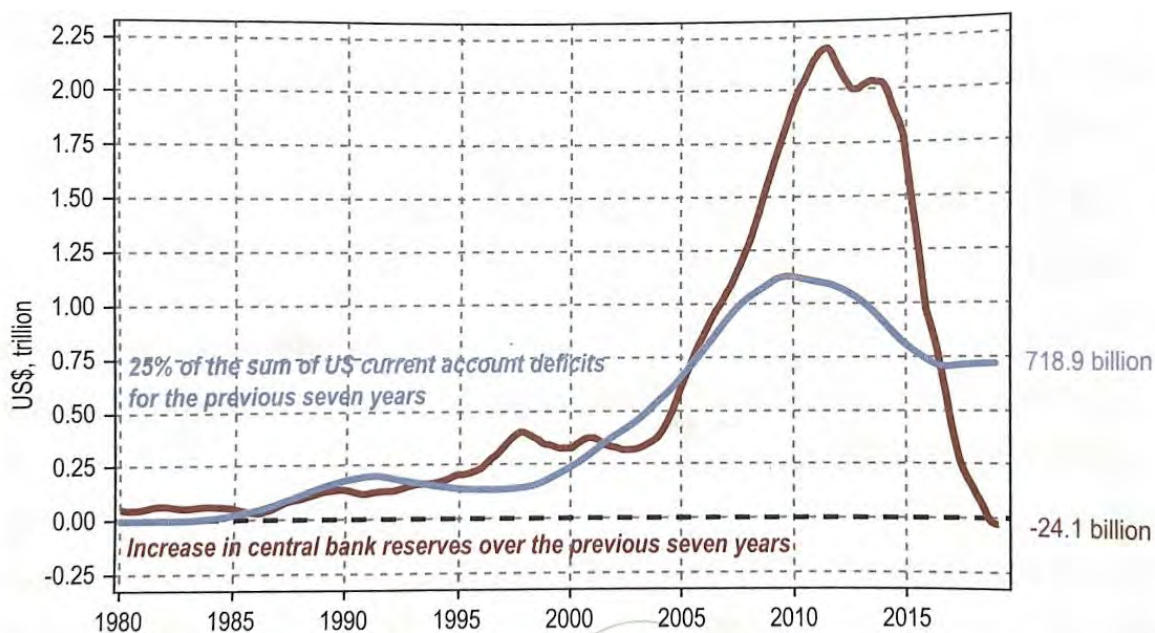


Figura 17, 25% da soma dos Déficitos Conta Corrente EUA dos últimos 7 anos X Delta Reservas no FED nos últimos 7 anos
Fonte: Gavekal Data e MacroBond. Elaboração: Gavekal

Infelizmente, não tive acesso as informações necessárias para montar o gráfico acima, mas nele é possível notar uma perda de relação histórica. Evidencia-se, que

²⁵ Clash Of Empires – The abdication of King Dollar

provavelmente algum parceiro econômico dos EUA como por exemplo, a Rússia (costumava deter 60% das suas reservas em dólares americanos, reduziu as suas participações para mais de 20%) está deixando de retornar esse fluxo ao FED. Se a China seguir o caminho da Rússia, e que parece já estar fazendo, diminuindo as suas reservas em dólares, isso contribuirá enormemente para o declínio observado, pode ser uma possível explicação.

Outra explicação pode ser por fatores como ciclos significativos de alavancagem e desalavancagem na economia global. Dado que o crescimento económico global tem dependido principalmente do dólar americano como moeda, um processo de desalavancagem mundial reduziria a procura do dólar para o pagamento de dívida e redução do balanço. À medida que as empresas e os indivíduos se esforçam por diminuir a sua alavancagem, poderá haver uma diminuição na circulação e na procura de dólares americanos.

CRESCIMENTO CHINÊS, E O SONHO DO IMPÉRIO

A construção do futuro império chinês

O contexto financeiro global passou por uma transformação, uma vez que os Estados Unidos exportam agora mais dólares americanos para a China em comparação com o resto do mundo combinado. Esta mudança realça a dinâmica em mudança do comércio e das finanças, com a China passando a desempenhar um papel cada vez mais central. Tradicionalmente, a China reinvestiu as suas participações em dólares americanos em títulos do Tesouro dos EUA, o que tem apoiado as necessidades de refinanciamento do governo dos EUA. No entanto, como mencionado diversas vezes, há indicações de que este padrão poderá não continuar indefinidamente. Os diretores de políticas monetárias na China têm um bom histórico de cumprimento das suas declarações. Em resposta à implementação de políticas de *easing* pelo FED em 2008, eles alertaram que reduziriam as suas compras de títulos do Tesouro dos EUA²⁶. Mantendo-se fiéis à sua palavra, começaram a redirecionar o seu excedente comercial do investimento na dívida dos EUA para projetos de infraestrutura.

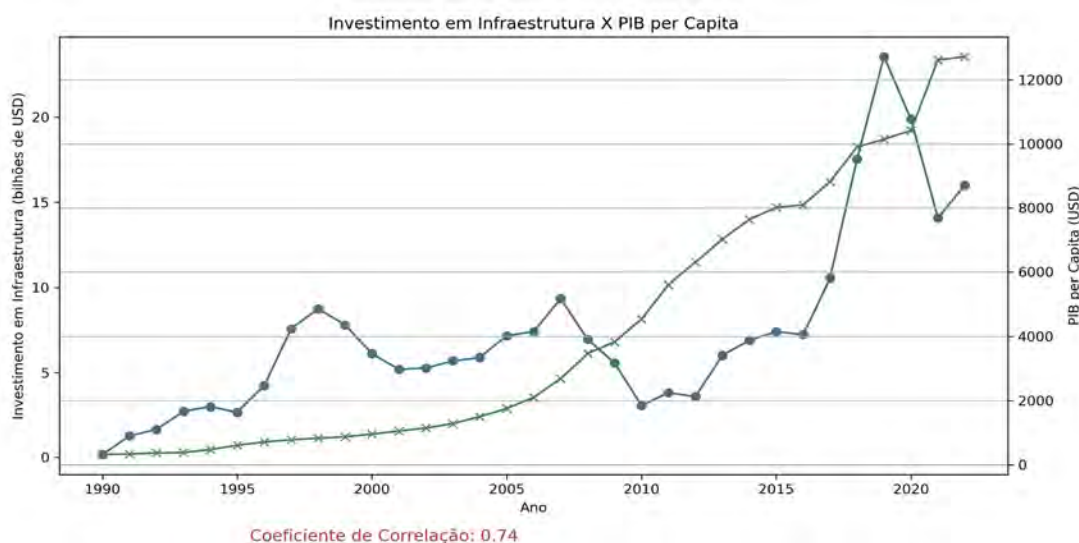


Figura 18, Investimento em Infraestrutura China X PIB p.c. Fonte: World Bank. Elaboração: Autor

Esta mudança estratégica está alinhada em torno da construção e desenvolvimento de estradas. A expansão da infraestrutura de um país tem sido historicamente uma

²⁶ Clash of Empires -China Dream of Empire

característica dos impérios em ascensão, uma vez que facilita os processos de comércio e integração²⁷. No entanto, para a China, investir fortemente em infraestrutura enquanto realiza transações comerciais, em dólares americanos seria contraproducente. Construir um império baseado no apoio financeiro de outra nação não é uma abordagem sustentável ou sensata para um país que se esforça para aumentar a sua independência económica.

Recentemente, a China tomou medidas para dar resposta a esta preocupação, afrouxando gradualmente as regulamentações no seu mercado interno e permitindo mais investimento estrangeiro na sua moeda, o Renminbi. Esta medida pode ser vista como um reflexo da adesão dos decisores políticos aos princípios do mercado livre, onde as taxas de juro e as taxas de câmbio são determinadas pelas forças do mercado. Ao tornarem o Renminbi globalmente aceite e ao abrirem o seu mercado altamente fechado, os líderes chineses parecem dispostos a abdicar de algum controle em troca de uma maior influência na economia global.

Ao refletir sobre as reformas da China, é evidente que ocorreu uma transformação significativa. Na década de 1980, o Partido Comunista controlava quase todos os aspectos da vida das pessoas. Desde a sua residência e emprego até a sua educação e escolhas de vestuário. No entanto, sob a liderança de Deng Xiaoping, em 1982, a China iniciou a liberalização do mercado de trabalho, que estimulou o crescimento através de uma abundância de mão-de-obra de baixo custo. Então, em 1997, o primeiro-ministro Zhu Rongji deu um passo ao liberalizar o mercado imobiliário, mudando o modelo de crescimento para o desenvolvimento imobiliário. Depois, em 2004, o Primeiro-Ministro Wen Jiabao introduziu reformas que visavam abrir os mercados de mercadorias e permitir que particulares possuíssem recursos²⁸. Esta mudança levou a nação ao crescimento através do aumento do consumo e da produção de mercadorias.

Estas mudanças significativas transformaram a China numa força económica global que desafia o domínio de longa data do dólar americano. À medida que a China continua a desenvolver os seus mercados e políticas, poderá haver implicações de longo alcance para o estatuto do dólar americano como moeda de reserva mundial. A transição de um mundo

²⁷ A Ordem Mundial em transformação – Ascensão no grande ciclo da China

²⁸ Clash of Empires – China's Dream of Empire

centrado no dólar americano para um mundo onde o Renminbi assume um papel proeminente poderá potencialmente remodelar o cenário económico global.

Yuan e os Mercados Emergentes

A economia chinesa registou um crescimento, o que levou à crescente destaque do Renminbi, especialmente nos mercados emergentes. O Banco Popular da China (PBOC) tomou medidas para se estabelecer como uma autoridade financeira importante na Ásia, semelhante ao Bundesbank da Alemanha. Isto é evidente na sua decisão de estabelecer linhas de swap com vários bancos centrais em economias emergentes como a Argentina. Além disso, a recente formação de bancos BRICS destaca a expansão da diplomacia da China.

Os esforços do PBOC são complementados pela abertura do mercado de títulos de dívida pública da China, um passo significativo no sentido de uma maior abertura financeira. Além disso, a China desempenhou um papel na criação de novas instituições internacionais, como o Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura (AIIB). Esta instituição pretende desafiar a influência de entidades lideradas pelo Ocidente, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), fornecendo opções alternativas de financiamento para economias emergentes. À medida que a China se torna cada vez mais o parceiro comercial de numerosos mercados emergentes, há uma inclinação crescente para conduzir o comércio utilizando o Renminbi. Esta mudança reflete-se em declarações feitas por líderes como o presidente, que questiona abertamente o domínio do dólar americano no comércio internacional.

Ao fazer comparações com a Europa, quando o Deutsche Bank se tornou a moeda âncora, trouxe resultados para os países secundários em termos da sua moeda, mercado de títulos e mercados acionários. Uma transição semelhante poderá estar a caminho para os países emergentes, onde existem rendimentos atrativos em mercados emergentes significativos, em comparação com retornos mínimos nas economias desenvolvidas.

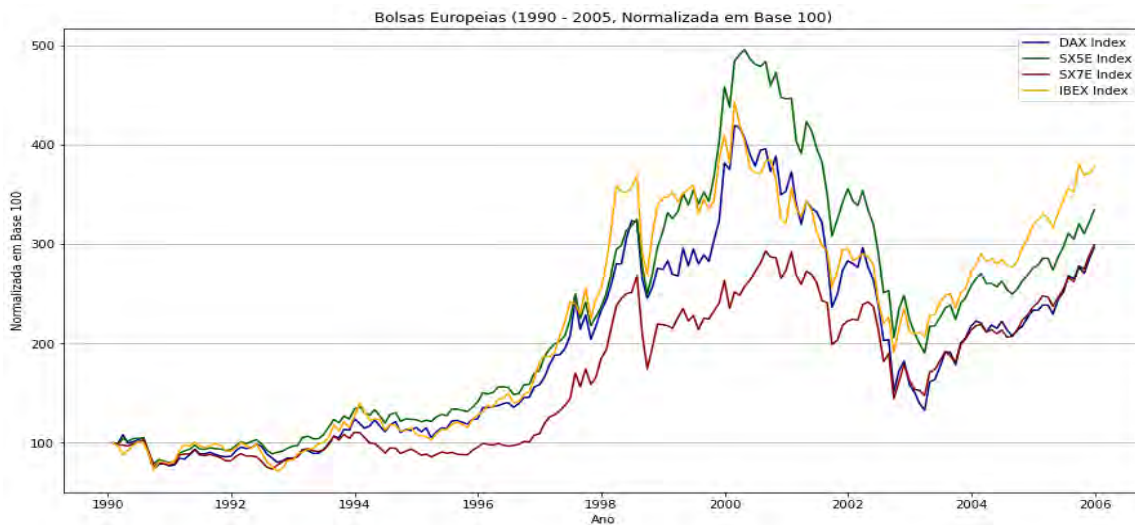


Figura 19, Mercado Acionário Europeu pós o Deutsche Bank se tornar moeda Âncora. Fonte: Bloomberg. Elaboração: Autor

Outro argumento de extremo valor é, que se considerarmos a diferença de rendimento dos títulos entre países emergentes como o Brasil (com um rendimento médio de 8%) e países desenvolvidos como a França (com um rendimento médio de 0,5%) seria necessária uma desvalorização significativa, nos mercados emergentes para compensar esta disparidade nos retornos. Além disso, a percepção convencional das economias emergentes caracterizadas por alto níveis de dívida, inflação, baixas reservas e moedas instáveis está a tornar-se ultrapassada. Logo, quando comparamos os índices de preços, a dívida em razão do PIB e as taxas de crescimento real do PIB, parece razoável que a diferença nos rendimentos entre algumas economias em desenvolvimento e as emergentes diminua.

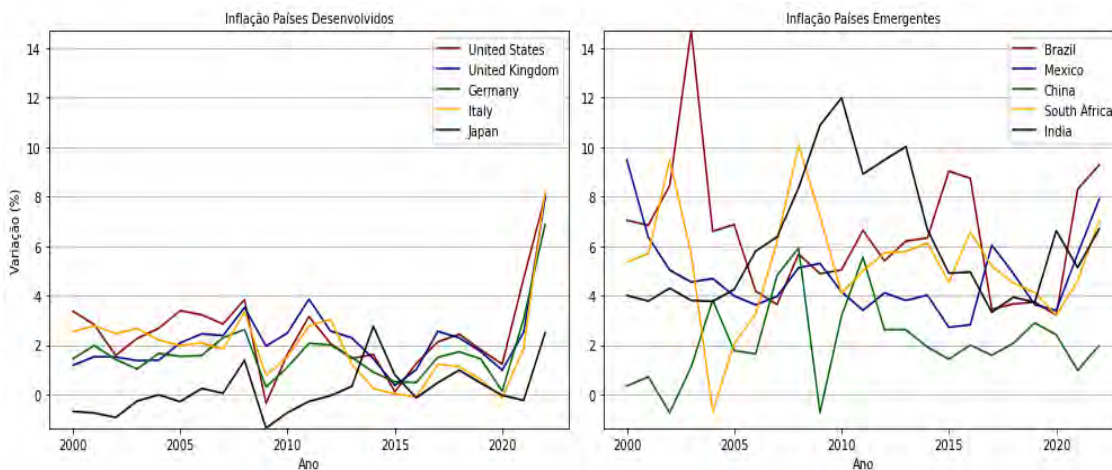


Figura 20, Inflação em Países desenvolvidos e Emergentes em um Patamar Similar

Se de fato ocorresse um aumento estrutural das taxas de títulos europeus, teríamos um impacto significativo no principal motor de crescimento da Europa – as exportações de bens – ao diminuir a sua competitividade no mercado global. Conclui-se que o hiato persistente entre os rendimentos das economias emergentes e desenvolvidas parece difícil de justificar, indicando um potencial reavaliação das hierarquias económicas globais, num futuro próximo. Se os Estados Unidos continuarem a elevar o nível da sua dívida, ele poderá não ser o beneficiado dessa reordenação no fluxo monetário do sistema financeiro global. No caso de uma mudança em relação ao conceito de ‘rei’ dólar, poderemos testemunhar os títulos chineses se tornando uma opção atrativa e segura para os investidores asiáticos. Isto poderia levar a um fluxo de poupanças excessivas no mercado chinês, potencialmente impactando o valor do dólar. Contudo, permanece incerto se isto por si só seria suficiente para pressionar os países emergentes e asiáticos a abandonarem o dólar, tendo em vista os atuais efeitos positivos que experimentam.

Um Sistema Financeiro Asiático

O rápido progresso económico da China levanta a questão de saber se será capaz de provocar uma transformação na paisagem da Ásia. O atual sistema financeiro global favorece fortemente os mercados desenvolvidos, deixando as economias emergentes sem credores confiáveis em tempos de necessidade para prover liquidez. Esta dependência dos países desenvolvidos, como os Estados Unidos, expõe os mercados e economias asiáticas às flutuações e políticas destas economias bem estabelecidas.

Consultorias de financeiras e económica como a Gavekal expressaram opiniões sobre soluções potenciais para as economias asiáticas. Uma solução proposta envolve países envolvidos no comércio entre si utilizando as suas próprias moedas. Num tal cenário, os déficits e excedentes seriam liquidados utilizando dólares americanos, ouro ou mesmo o Renminbi chinês. Esta mudança promoveria a liquidez e a credibilidade para estas moedas²⁹.

²⁹ Clash of Empires – A new Financial Landscape

Um ponto crucial neste cenário sugerido ocorreria quando houvesse estabilidade entre as moedas asiáticas e o Renminbi. Se a China estivesse disposta a emprestar o Renminbi como moeda durante emergências, isso poderia levar a uma transição gradual no sentido da utilização do Renminbi para liquidações comerciais. Esta mudança poderá abrir caminho a um cenário financeiro na Ásia que difere do atual domínio do dólar americano. O sistema atual tem uma ineficiência, onde as poupanças asiáticas são investidas em Wall Street apenas para serem emprestadas pelas economias asiáticas. Este processo envolve basicamente a atuação dos Estados Unidos como intermediário nas transações entre países asiáticos, o que lhes permite obter lucro. Contudo, se houver uma mudança no sentido do comércio cambial, dentro da própria Ásia isso poderá diminuir esta dependência. Mudar potencialmente a dinâmica das finanças globais.

2000-2010:

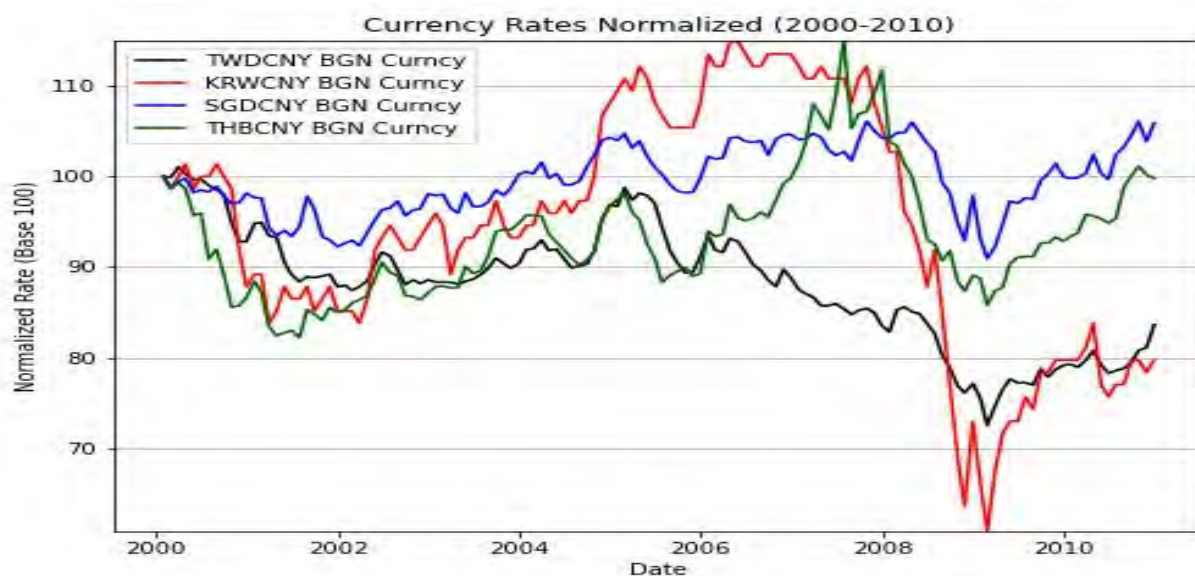


Figura 21, Moedas Asiáticas X Yuan. Fonte: Bloomberg. Elaboração: Autor

2000-2010	Volatilidade Histórica:
TWDCNY:	0,048
KRWCNY:	0,121
SGDCNY:	0,051
THBCNY:	0,073

2010-2020:

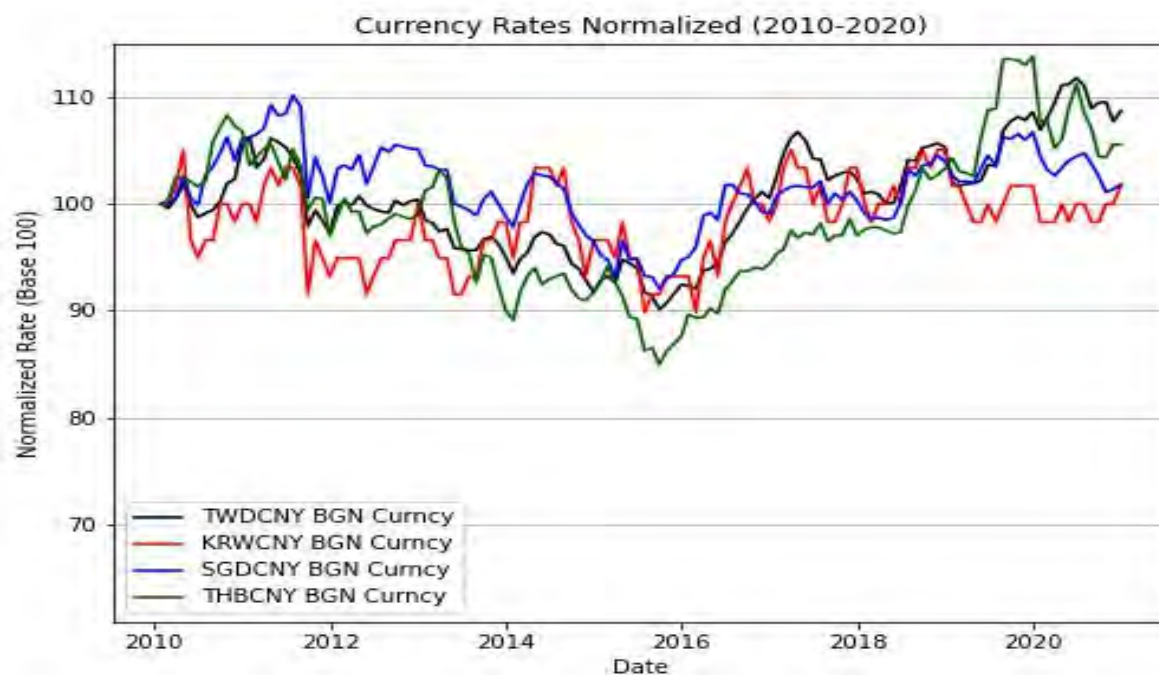


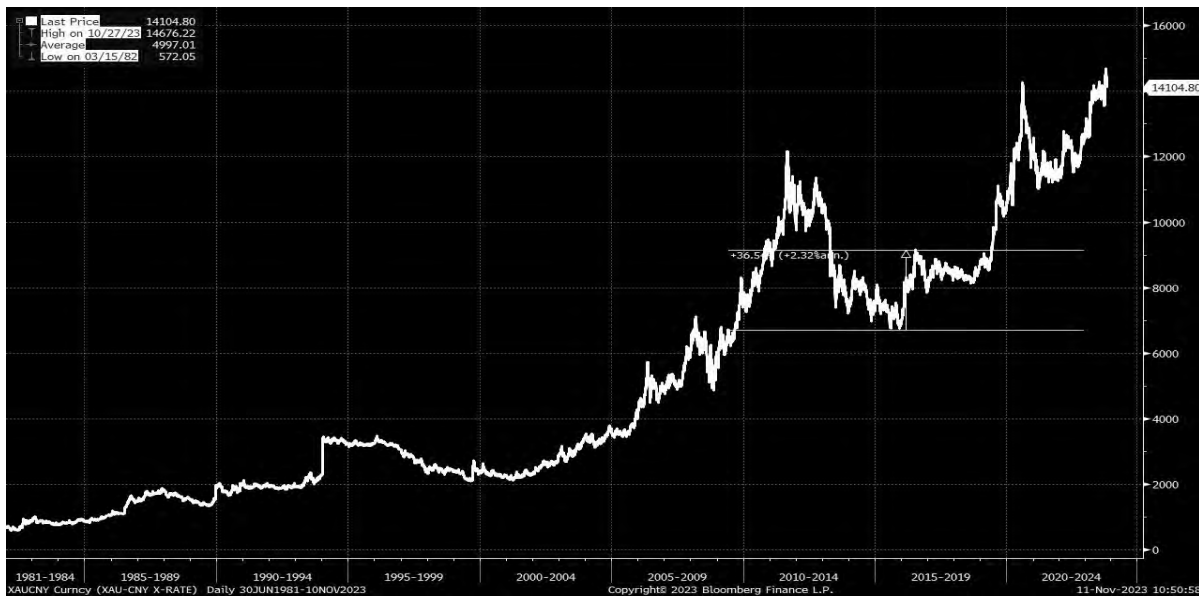
Figura 22, Moedas Asiáticas X Yuan. Fonte: Bloomberg. Elaboração: Autor

2010-2020	Volatilidade Histórica:
TWDCNY:	0,043
KRWCNY:	0,086
SGDCNY:	0,052
THBCNY:	0,057

Uma análise do comportamento das moedas em relação ao Renminbi revela uma diminuição notável da volatilidade, mesmo em tempos difíceis como a pandemia da COVID 19. Esta maior estabilidade reduz os riscos associados à realização de negociações utilizando moedas, indicando uma mudança no sentido de interações financeiras regionais mais fortes.

Vale ressaltar que este período de moedas estabilizadas se alinha com uma redução da volatilidade entre o dólar e o Renminbi. Esta dupla estabilização significa uma mudança na dinâmica financeira regional e global, influenciando potencialmente os padrões comerciais e as estratégias de investimento. Claro que como nos gráficos acima, durante o

período de stress da pandemia do Covid 19, a correlação se perde pois não se trata de um período estável para análise.



A decisão da China de abrir os seus mercados de obrigações em Renminbi aos investidores e relaxar os controlos cambiais apresenta vantagens e desvantagens. Por um lado, estas ações incentivam a internacionalização do Renminbi. Reduzir a dependência do dólar americano no comércio asiático e nos mercados de commodities. No entanto, também introduzem riscos para o controlo da China sobre a sua moeda. Quanto mais a China integrar o Renminbi nos mercados, maior será o risco de perder o controlo sobre a sua moeda.

Ao conceber um sistema semelhante ao de Bretton Woods na Ásia, a China poderia considerar a possibilidade de indexar livremente o seu Renminbi ao ouro. Um tal acordo permitiria a países como a Rússia, a Venezuela, o Qatar, o Irão, bem como outros mercados emergentes, realizarem transações de energia utilizando o Renminbi. Estes países poderiam então utilizar o Renminbi para comprar ouro ou investir em obrigações. Alternativamente, a China poderia estabelecer um mercado de ouro baseado no valor do Renminbi, alavancando a sua estabilidade para as transações.

A China parece estar a evitar conflitos relacionados com o comércio ou a tecnologia e, em vez disso, concentrar-se numa batalha monetária. Este movimento estratégico poderá ter um impacto no sistema financeiro global.

Considerando a situação da dívida dos EUA, os Estados Unidos poderão enfrentar certas limitações quando se trata de responder a esta nova estrutura financeira na Ásia, especialmente se está se revelar robusta e estável. Esta situação realça as dinâmicas de mudança de poder e influência na economia global.

CONCLUSÃO

Situação Económica na China

A China enfrenta atualmente desafios ao seu modelo de crescimento económico de longa data, bem como pressões sobre a sua moeda, o Renminbi. Este modelo, que depende fortemente de investimentos em infraestruturas e na indústria transformadora, atingiu um ponto de retornos decrescentes devido aos níveis de endividamento e limite de capacidade produtiva. Em 2022, a dívida da China aumentou para 300% do seu PIB. Para financiar projetos de infraestrutura, as cidades e os governos locais recorreram a métodos de financiamento extrapatrimoniais, contribuindo ainda mais para a instabilidade financeira.

De acordo com as previsões, o crescimento da China deverá cair abaixo de 4% nos próximos anos³⁰. Isto representa um risco para o país atingir o objetivo do Presidente Xi Jinping de duplicar o tamanho da economia até 2035. Tal cenário poderia ter implicações para as ambições económicas da China e para a sua aspiração de deixar de ser um país de rendimento médio. Apesar destes desafios, ainda há potencial para a China se adaptar e inovar. Áreas como veículos, energias renováveis, inteligência artificial (IA) e semicondutores oferecem caminhos para o crescimento; no entanto, permanecem dúvidas sobre se estes sectores por si só podem sustentar toda a economia.

Mesmo reconhecendo que o antigo modelo de crescimento tem limitações, o Presidente Xi Jinping ainda não tomou medidas no sentido de se desviar dele. Apesar da necessidade de uma política atual da economia centrada no consumidor, as medidas permanecem incertas e cautelosas, possivelmente devido a preocupações sobre a renúncia ao controlo estatal. Alguns especialistas argumentam que o abrandamento económico da China poderia potencialmente resultar num período prolongado de estagnação da experiência do Japão desde a década de 1990, embora a um nível de rendimento per capita relativamente mais baixo. Este fenómeno é conhecido como Recessão do Balanço, que tem implicações tanto para a estabilidade como para as relações internacionais, incluindo potenciais tensões em torno de Taiwan.

³⁰ Goldman Sachs

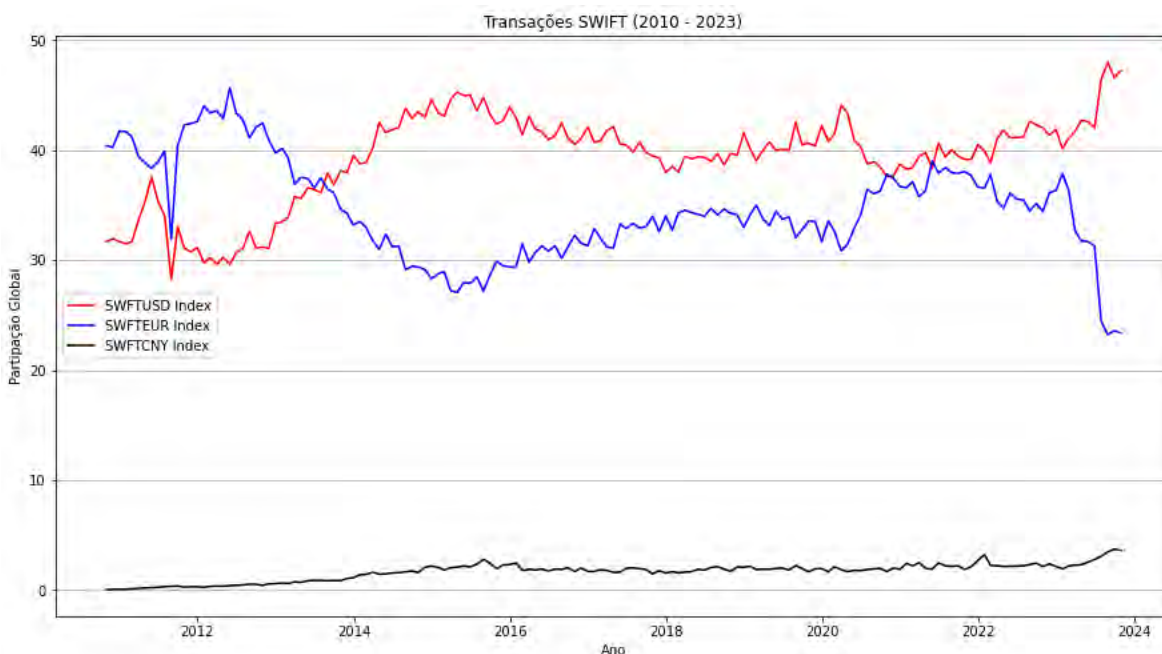
A recessão de balanço, é um período no qual a economia está pagando suas dívidas e desalavancando. Assim, além de termos diversos defaults e corridas bancárias, a moeda que sobra é dificilmente usado para investimentos, pois serão usados para pagamento de dívida. Consequentemente, medidas expansionistas como por exemplo corte de juros, não são eficazes visto que poucos players da economia visam tomar ainda mais dívida. Além disso, devido as medidas altamente agressivas do governo chinês, como o ‘zero covid policy’, o Chinês vive uma crise de confiança, e assim toma pouca dívida, investe pouco e guarda em excesso.

Para mitigar esse efeito da crise de balanço, o governo chinês fez o processo de easing maneira diferente do usual, cortando e aumentando a banda das taxas curtas, aumentando os horários de transações no mercado de capitais etc. Consequentemente, o easing chinês com a abertura dos juros americanos, cria-se uma oportunidade de carrying trade, onde o investidor toma dívida a uma taxa baixa (Renminbi), e vende dívida para o Americano em dólar, gerando uma fuga de capital e desvalorizando a moeda, como comentado.

Evidencia-se, que a atual situação econômica da China, marcada por desafios significativos ao seu modelo de crescimento de longo prazo e pressões sobre o Renminbi, reflete uma visão de curto prazo. Importante ressaltar, no entanto, que as dificuldades atuais não invalidam completamente as perspectivas de longo prazo apresentadas ao longo deste estudo. Além disso, diferentemente do Japão, que vivenciou um prolongado período de estagnação econômica após sua própria crise de balanço, a experiência da Coreia do Sul oferece um contraponto otimista. A Coreia do Sul conseguiu superar sua crise de balanço e se reerguer economicamente. Este exemplo sugere que, com políticas adequadas e uma abordagem mais estratégica e inovadora, é possível sair de uma recessão de balanço e retomar um caminho de crescimento sustentável.

O que esperar dos próximos ano?

À medida que atravessamos um período de inflação global relativamente alta, seguida por aumentos nas taxas de juro, muitas economias passam por períodos de baixo crescimento. Num tal cenário, o apelo do dólar americano como ativo torna-se ainda mais significativo, apesar das substanciais preocupações com a dívida do país. Esta situação contraditória realça a força duradoura do dólar no sistema financeiro global. Um fator que contribui é a diminuição da utilização do euro, muitas vezes referida como “deseurolização”, como é evidente nas transações SWIFT envolvendo USD, EUR e CNH. Embora se registre um aumento nas transações em Renminbi, é principalmente a diminuição da utilização do Euro que chama a atenção. Esta tendência não intencional funciona a favor do dólar. Fortalece ainda mais a sua posição como a principal moeda global.



No entanto, é importante notar que o futuro do nosso sistema não é certo e pode sofrer mudanças transformadoras devido aos avanços tecnológicos e ao aumento da eficiência. Os Estados Unidos têm potencial para um crescimento rápido impulsionado por inovações em Inteligência Artificial e outras tecnologias de ponta que poderiam potencialmente oferecer soluções para os seus problemas de dívida. A integração da IA nos setores é uma promessa imensa, para ganhos de eficiência sem precedentes. Além do AI,

existem diferentes formas de alcançar este tipo de eficiência e tem o potencial de mudar completamente a forma como as economias funcionam e mudar a dinâmica do poder.

Guerras Pelo Poder

No mundo das finanças, embora uma revisão completa da ordem mundial existente possa não estar a acontecer, ainda podemos ver a ascensão dos centros financeiros conforme explorado nesta tese. Um exemplo digno de nota é a crescente influência de um sistema financeiro asiático. Isso promoveria uma mudança gradual, mas significativa na dinâmica do poder financeiro global.

No entanto, quando as transições entre poder ocorrem numa escala regional e não globalmente, surgem frequentemente conflitos. As guerras comerciais económicas servem de ilustração deste fenómeno. Estes conflitos tornam-se particularmente arriscados quando os países começam a bloquear as importações de bens uns dos outros, o que poderia potencialmente transformar-se em confrontos. Os Estados Unidos e a China estão atualmente caminhando para a produção doméstica de bens, e reduzindo a sua dependência das economias uns dos outros. Este processo gera contração, inflação e protecionismo que remodelam o sistema económico.

Outro ponto de batalha crucial é o domínio da tecnologia. O vencedor nesta arena ganhará uma influência que supera outras formas de conflito. A tecnologia chinesa passou por desenvolvimento para atender ao seu mercado interno; no entanto, continua fortemente dependente da tecnologia americana. Por outro lado, os Estados Unidos parecem possuir capacidades tecnológicas globais, mas com variações dependendo de tipos específicos de tecnologia. Dada a maior coleta de dados e os investimentos significativos em educação, é provável que a China faça avanços em algumas áreas em relação aos Estados Unidos.

Adicionalmente, o cenário geopolítico e a situação em torno de Taiwan desempenham um papel importante. Taiwan tem importância para a China devido à sua indústria de semicondutores. Também serve como uma presença significativa da influência

americana na região asiática. É crucial compreender como as alianças são formadas neste contexto, pois isso poderia potencialmente levar ao surgimento de um hub.

Além disso, os esforços em curso dos Estados Unidos para reduzir o seu déficit comercial com a China têm um impacto na relação entre o Renminbi e o Dólar. As restrições e incentivos únicos enfrentados pela liderança, em comparação com os dos seus homólogos, desempenham um papel fundamental nas negociações comerciais. Conseqüentemente, a China encontra-se numa posição ao negociar contra as ameaças comerciais dos EUA.

MOTIVAÇÃO

A desdolarização é o processo de redução ou eliminação do uso do dólar americano no comércio e nas transações internacionais, enquanto o fortalecimento do Renminbi refere-se ao aumento do valor e da influência da moeda chinesa em escala global.

A literatura sobre o efeito da moeda Renminbi no comércio tornou-se uma área dinâmica e controversa da economia internacional. Enquanto alguns estudiosos argumentam que o sucesso da internacionalização da moeda pode ser avaliado por sua capacidade de competir com o dólar americano e potencialmente substituí-lo, outros expressaram hesitação sobre a viabilidade de tal resultado, dado que o dólar continua sendo a moeda de reserva internacional e é amplamente utilizado em transações comerciais internacionais.

Este tópico atraiu crescente interesse nos últimos anos, pois a China continuou a promover o uso internacional de sua moeda por meio de várias medidas. O objetivo final desse esforço é aumentar a demanda pelo Renminbi e reduzir a dependência da China do dólar americano nas atividades comerciais e de investimento. Após os recentes conflitos geopolíticos, o governo chinês tem feito um esforço concentrado para promover a desdolarização global e internacionalizar sua moeda. Uma maneira de fazer isso é estabelecendo acordos de swap cambial com outros países, o que permite a troca de bens e serviços entre esses países usando suas respectivas moedas, em vez de usar o dólar americano como moeda intermediária.

Vários estudos se concentraram nas possíveis implicações e efeitos que a desdolarização e o fortalecimento do Renminbi poderiam ter nos países do Leste Asiático em particular. Muitos argumentam que os países do Leste Asiático, que têm fortes laços econômicos com a China, poderiam se beneficiar de uma redução em sua dependência do dólar americano em favor de um maior uso do Renminbi chinês no comércio e investimento. No entanto, há preocupações de que qualquer mudança rápida em relação ao dólar americano possa resultar em riscos e incertezas para as economias desses países devido à potencial instabilidade e volatilidade nas taxas de câmbio.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BÉNASSY-QUÉRÉ, Agnès; FOROUHESHFAR, Yeganeh. The impact of Renminbi internationalization on the stability of the International Monetary System. *Journal of International Money and Finance*, v. 57, p. 115–135, 2015Tradução .
- EICHENGREEN, Barry J. *Exorbitant privilege: The rise and fall of the dollar*. Tradução . Oxford: Oxford University Press, 2013.
- EICHENGREEN, Barry. A queda do Renminbi?: By Barry Eichengreen. Disponível em: < <https://www.project-syndicate.org/commentary/barry-eichengreen-offers-two-explanations-for-the-Renminbi-s-depreciation-in-recent-weeks/portuguese?barrier=accesspaylog> > Acesso em: 31 mar. 2023.
- EICHENGREEN, Barry; MEHL, Arnaud; CHIȚU Livia. *How global currencies work past, present, and future*. Tradução . Princeton: Princeton University Press, 2019.
- GAVE, Charles; GAVE, Louis-Vincent. *Clash of empires: Currencies and power in a multipolar world*. Tradução . Hong Kong: Gavekal Books, 2019.
- ROTBLAT, Cameron. *WEAPONIZING THE PLUMBING: DOLLAR DIPLOMACY, RENMINBI INTERNATIONALIZATION, AND THE FUTURE OF FINANCIAL SANCTIONS*, 2017Tradução . .
- WRITER, Staff. For Renminbi to be the new dollar, China needs democracy: Eichengreen. Disponível em: < <https://asia.nikkei.com/Editor-s-Picks/Interview/For-Renminbi-to-be-the-new-dollar-China-needs-democracy-Eichengreen> > Acesso em: 31 mar. 2023.
- ZHANG, Jie. *Internationalization of the Renminbi: History, theories and policies*. Tradução . Singapore: Enrich Professional Pub., 2011.
- ZHANG, Peter G.; CHAN, Thomas. *The Chinese Renminbi: Internationalization and financial products in China*. Tradução . Hoboken, NJ: Wiley, 2011.

HOOK, Leslie; DEMPSEY, Harry. The new Gold Boom: How Long Can it last? Subscribe to read | Financial Times. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/2b31029a-2fed-4e22-89a5-45f881c401b0>>. Acesso em: 30 jun. 2023.

TAYEB, Zahra. De-dollarization is undeniable, and the debate about the Greenback's dominance is heating up. here's what Elon Musk, Ray Dalio, Chamath Palihapitiya and 7 others are saying. Business Insider. Disponível em: <<https://markets.businessinsider.com/news/currencies/dedollarization-currencies-elon-musk-ray-dalio-chamath-palihapitiya-2023-5>>. Acesso em: 30 jun. 2023.

CHINA WANTS THE RENMINBI TO RIVAL THE ALMIGHTY DOLAR. In: The Big Take Podcast. [s.l.: s.n.], 2023, v. The Big Take Podcast.

Bill Blain: Inflation, Central Banks, BRICS, Geopolitics, Alternative Assets & More. In: Macro Voices. [s.l.: s.n.], 2023, v. Macro Voices.

SWAGEL, Phillip L. The 2023 Long-Term Budget Outlook., Congressional Budget Office (CBO) June, 2023