

# UMA ANÁLISE DAS ASSIMETRIAS FINANCEIRA E MONETÁRIA À LUZ DAS EXPERIÊNCIAS DE BRASIL E CHINA

*An analysis of financial and monetary asymmetries in the light of the experiences of Brazil and China*

Júlia Teixeira Leal\*

## Resumo

A análise da assimetria financeira tem origem nos desdobramentos do fim do acordo de Bretton Woods e do maior movimento de capitais entre os países, resultado da globalização financeira. Já a assimetria monetária, decorre da existência da hierarquia de moedas e o presente artigo pretende incluir a análise do processo de internacionalização. O objetivo é contribuir para o debate analisando os impactos dessas assimetrias para os países, utilizando como estudos de caso o Brasil (devido a sua importância na América Latina) e a China (devido a sua relevância no Leste Asiático, além de ser a segunda maior economia mundial). O argumento utilizado é que o Brasil é mais afetado pelas assimetrias devido a forma como se inseriu na globalização financeira e pelo papel que sua moeda exerce no âmbito internacional. Por outro lado, a China, enquanto uma superpotência do Sul Global, foi gradualmente se inserindo na globalização financeira e vem promovendo a expansão do uso de sua moeda internacionalmente, sendo menos afetada pelas assimetrias.

**Palavras-chave:** Globalização financeira; hierarquia de moedas; internacionalização de moedas; Brasil & China.

**Classificação JEL:** E44; E52; F3; F4 & F6.

## Abstract

The analysis of financial asymmetry stems from the consequences of the end of the Bretton Woods agreement and the greater movement of capital between countries, as a result of financial globalization. Monetary asymmetry, on the other hand, stems from the existence of a hierarchy of currencies and this article intends to include the analysis of the internationalization process. The article aims to contribute to the debate by analyzing the impacts of these asymmetries on countries, using Brazil (due to its importance in Latin America) and China (due to its relevance in East Asia, in addition to being the second largest world economy) as case studies. The argument used is that Brazil is more affected by asymmetries due to the way it has inserted itself in financial globalization and the role that its currency plays at the international level. On the other hand, China, as a superpower of the Global South, has gradually inserted itself into financial globalization and has been promoting the expansion of the use of its currency internationally, being less affected by asymmetries.

**Keywords:** Financial globalization; currency hierarchy; currency internationalization; Brazil; China.

**JEL code:** E44; E52; F3; F4 & F6.

---

\* Doutoranda em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGE-UFRJ). Contato: juliaa.leal@hotmail.com

## 1. Introdução

O Sistema Monetário Internacional (SMI) que emergiu após o colapso de Bretton Woods é caracterizado pela tríade dólar americano como moeda-chave, regime de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. Os países estão inseridos de diferentes formas nesse SMI e, assim, são afetados em maior ou menor grau pelas assimetrias geradas por essa dinâmica. Os países que compõem o Sul Global<sup>1</sup> ocupam a posição subordinada em relação às economias centrais e enfrentam efeitos adversos como alta volatilidade cambial, dependência dos ciclos financeiros, redução do *policy space* e vulnerabilidade externa.

Nesse sentido, pode-se destacar duas assimetrias principais: financeira e monetária. O cerne da assimetria financeira está na análise nos determinantes dos fluxos de capitais, cuja contribuição da teoria pós-keynesiana é fundamental. Para entender este processo, é necessário analisar os desdobramentos do fim do acordo de Bretton Woods e do maior movimento de capitais entre os países, resultado da globalização financeira. Por sua vez, a assimetria monetária decorre da existência da hierarquia de moedas (Prates, 2005). Partindo da concepção de que internacionalização de moedas e hierarquia são conceitos imbricados, o presente artigo pretende incluir a internacionalização no escopo dessa assimetria.

Há, ainda, uma assimetria macroeconômica, que impacta o ciclo de negócios, os preços das *commodities*, os fluxos de capitais e o comércio, como também reduz os graus de liberdade para a gestão da política macroeconômica do Sul Global (Biancarelli, 2009). Através de uma análise estruturalista, Ocampo (2001) aponta que há uma relação assimétrica entre os países, na qual o centro engendra choques que são absorvidos pela periferia, caracterizando os países centrais como “*business-cycle/policy makers*” e os periféricos como “*business-cycle/policy takers*”. Assim, as políticas e as condições macroeconômicas das economias centrais determinam a trajetória dos fluxos de capitais. Por consequência, volumosas entradas de capitais engendram desequilíbrios macroeconômicos no Sul Global, uma vez que estas nações utilizam esses capitais para financiar seus déficits em conta corrente, na tentativa de equilibrar o balanço de pagamentos (Akyüz, 2011).

Cumprе mencionar que esses países também enfrentam uma assimetria produtiva. Existem, assim, diferentes graus de subordinação, que estão relacionados com a sua

---

<sup>1</sup> O termo Sul Global não se resume à dimensão econômica, reunindo países que compartilham de uma visão geopolítica semelhante, enfrentam desafios sociais e vulnerabilidades. No Norte, se encontram os países industrialmente desenvolvidos (ONU, 2004). A China, apesar de ser a segunda maior economia mundial, não é considerada uma economia desenvolvida e, por isso, pertence a este grupo denominado Sul Global.

integração financeira internacional e com o tipo de estrutura produtiva. Os países latino-americanos – que possuem uma pauta exportadora majoritariamente baseada em *commodities* – incorporam pouco progresso técnico e sua estrutura produtiva é composta por bens básicos, com pouca complexidade, além de serem dependentes da entrada de fluxos externos. O oposto ocorre com os países asiáticos – exportadores de produtos manufaturados com alto valor agregado – uma vez que a diversidade da pauta exportadora engendra posições fortes no seu balanço de pagamentos e reduz a necessidade de capital estrangeiro (Paula *et al.*, 2024).

Isto posto, o artigo parte do arcabouço teórico pós-keynesiano sobre como os fluxos de capitais são voláteis e como as moedas são distribuídas na hierarquia de acordo com o seu prêmio de liquidez, para entender como as economias são afetadas pelas assimetrias financeira e monetária. Como contribuição para o debate, o presente artigo busca mostrar que o Sul Global não é um grupo homogêneo e, portanto, os países são afetados pelas assimetrias de maneira distinta, utilizando como estudos de caso o Brasil (devido a sua importância na América Latina) e a China (devido a sua relevância no Leste Asiático, além de ser a segunda maior economia mundial). Além desta introdução e das considerações finais, o artigo possui mais quatro seções. A primeira analisa o contexto do surgimento da assimetria financeira, apresentando seu conceito e desdobramentos. A segunda seção apresenta o conceito de assimetria monetária, incluindo o processo de internacionalização de moedas. Na terceira seção, são aplicados os estudos de caso em relação à assimetria financeira, enquanto na quarta seção, são aplicados em relação à assimetria monetária. Por fim, as considerações finais irão sintetizar os argumentos apresentados.

## **2. Assimetria financeira: conceito e desdobramentos**

### **2.1. O acordo de Bretton Woods e o início da globalização financeira**

Como antecipado, a análise da assimetria financeira decorre dos desdobramentos do fim do acordo de Bretton Woods e do maior movimento de fluxos de capitais entre os países, resultado da globalização financeira, sendo a abordagem pós-keynesiana fundamental para entender os determinantes desses fluxos. No final dos anos 1970, a confiança na moeda norte-americana passou a ser questionada e houve uma considerável saída de dólares dos mais importantes mercados financeiros globais. Como resultado, os Estados Unidos enfrentaram uma grave restrição externa, com impactos sobre sua autonomia política doméstica. Ademais, os Estados Unidos decidiram elevar as taxas de juros para proteger a

função de reserva de sua moeda nacional (Helleiner, 1994). Carneiro (1999) preconiza que esta opção, combinada com o avanço da liberalização financeira, foram cruciais para o financiamento dos déficits norte-americanos, sem impactos na autonomia de política doméstica. Belluzzo (1995) entende que esse pode ser considerado o marco do fim da era Bretton Woods, pois a postura norte-americana não respeitou as convenções determinadas no acordo e que conferiam certa estabilidade ao sistema monetário internacional.

Prosseguindo, o domínio da agenda de liberalização e a conseqüente maior integração financeira entre os países permitiram o surgimento de um novo SMI, acompanhado de uma nova fase da globalização, essencialmente financeira. As medidas adotadas pelos Estados Unidos para frear o enfraquecimento de sua moeda engendraram novas formas de intermediação financeira, engrenagem necessária para avançar no processo de globalização, caracterizado pela dominância dos mercados de capitais em relação ao sistema de crédito comandado pelos bancos no período anterior. Nessa nova configuração, a economia norte-americana consolidou sua posição hegemônica.

Constata-se, portanto, que o avanço da globalização financeira se tornou viável à medida que o neoliberalismo se tornava a ideologia dominante, em contraposição ao período keynesiano. No nível interno, este processo está relacionado com as medidas liberalizantes, como a eliminação dos controles sobre a entrada e a saída de capitais. No externo, a globalização financeira reflete a integração dos mercados financeiros domésticos aos mercados internacionais (De Conti *et al.*, 2014). Conforme Carneiro (1999), o cerne da globalização financeira é o elevado grau de mobilidade de capitais. De fato, a abertura das economias possibilitou a maior integração entre os países e os capitais puderam se propagar livremente, enquanto a preferência pela liquidez de seus detentores definia destino mais rentável.

Com o início da década de 1980, as ideias neoliberais foram sendo difundidas entre os países num cenário representado pelo padrão dólar-flexível. Os fluxos de capitais passaram a ter livre mobilidade em escala global e ocorreu uma resignificação do papel do Estado, que passou a ser um agente passivo no processo econômico. Não obstante, a integração dos países da América Latina ao sistema financeiro global não foi aprofundada na década de 1980 devido à crise da dívida externa. A partir dos anos 1990, a agenda neoliberal avançou fortemente para a periferia, em especial nos países latino-americanos. Dentro desse contexto, as reformas propostas no Consenso de Washington visavam estimular a abertura financeira, privatizações, desregulamentação dos mercados, eliminação de controles de capital.

Autores como Alves Jr *et al.* (2000) e Kregel (2008) destacam que a base teórica utilizada pelos defensores da liberalização financeira deriva da teoria neoclássica sobre a eficiência de mercado. Nesse sentido, advogam a favor da livre atuação dos mercados, sem intervenção do Estado e argumentam que a liberalização seria benéfica para o crescimento das economias periféricas, pois a entrada de investimentos externos estimularia o crescimento dessas economias, consideradas escassas em capital. Em contraposição, a abordagem pós-keynesiana identifica o caráter volátil e pró-cíclico dos fluxos de capitais como um impedimento ao bom funcionamento das economias de mercado, uma vez que entradas volumosas de capitais externos especulativos tornam a economia mais vulnerável a crises e flutuações, afetando negativamente o crescimento econômico. De fato, a liberalização financeira tornou as economias periféricas mais vulneráveis a choques especulativos, volatilidade cambial e instabilidade macroeconômica.

Na mesma linha, Biancarelli (2009) e Bonizzi (2017) sugerem que os investidores institucionais, enquanto principais agentes de financiamento, exercem um papel crucial no movimento dos fluxos de capitais. Juntamente com as reformas liberalizantes e disseminação de instrumentos financeiros, moldam as relações na era da globalização financeira. Nesta dinâmica, todos os agentes econômicos (bancos, firmas e famílias) são impactados pelas maiores possibilidades de diversificação de portfólio, fomentando a procura por atividades especulativas com retornos de curto prazo. No atual SMI, a volatilidade dos fluxos de capitais é mais intensa, especialmente nos momentos de maior incerteza.<sup>2</sup>

### **3. Assimetria monetária: conceito e desdobramentos**

#### **3.1. Hierarquia de moedas**

A assimetria monetária é caracterizada pela hierarquia de moedas, conceito amplamente estudado por diversos autores, que utilizam essencialmente as contribuições de Keynes e da teoria pós-keynesiana.<sup>3</sup> Desde o padrão ouro-libra, as moedas nacionais estão organizadas de maneira assimétrica, porém, esta hierarquia foi aprofundada após o início da

---

<sup>2</sup> A predominância da lógica financeira transformou a relação entre os diferentes atores econômicos – Estado, firmas não financeiras, famílias, investidores institucionais – e provocou o descolamento dos setores financeiro e industrial, afetando negativamente o crescimento econômico. Nesse novo cenário, os investimentos produtivos tornaram-se menos atraentes devido ao menor retorno e de longo prazo, enquanto competem com os retornos mais altos e rápidos do setor financeiro, sendo este fenômeno conhecido na literatura como financeirização. Como as economias periféricas estão inseridas de forma subordinada no SMI em relação às demais nações, seu processo de financeirização possui um caráter subordinado, consolidando sua posição assimétrica (Kaltenbrunner e Paineira, 2017).

<sup>3</sup> Carneiro (1999), Prates (2005), Kaltenbrunner (2011), De Conti *et al.* (2014); Fritz *et al.* (2018), Orsi (2019).

globalização financeira. Autores como Paula *et al.* (2017) entendem que, nos momentos de crise, as assimetrias financeira e monetária são amplificadas mutuamente.<sup>4</sup>

Sob o prisma da Economia Política Internacional (EPI), Strange (1971) categoriza o uso internacional em quatro tipos (principal, mestra, passiva ou neutra e política ou negociada), refletindo uma hierarquia implícita. Na mesma linha, Cohen (1998) apresenta a definição de pirâmide monetária, que consiste na estratificação das moedas em sete categorias (principal, patricias, elite, plebeias, permeadas, quase-moedas e pseudo-moedas) e classificadas de acordo com as forças de mercado e as ações dos governos emissores. Nessa divisão, quanto maior for o domínio monetário, mais alta será a posição de moeda na pirâmide.<sup>5</sup>

De maneira geral, a contribuição dos autores da EPI repousa sobre a importância do componente político para a atuação de uma moeda na esfera internacional. No entanto, as moedas periféricas e suas especificidades não estão incluídas nesta análise e, com isso, a visão pós-keynesiana busca ampliar a representação da pirâmide monetária, chegando ao conceito de hierarquia de moedas. A estrutura assimétrica do SMI engendra uma hierarquização das moedas nacionais, isto é, ocupam lugares distintos em função da sua capacidade de exercer as funções básicas além de seu território de origem (De Conti *et al.*, 2014; Fritz *et al.*, 2018). À luz da teoria pós-keynesiana, esta atuação no nível internacional está vinculada ao prêmio de liquidez da moeda. Aplicando a equação do retorno total de uma ativo, preconizada por Keynes, no âmbito internacional, é possível constatar que as moedas são posicionadas na hierarquia de acordo com seu prêmio de liquidez. Outro ponto importante é que quanto mais baixo é o prêmio de liquidez, menor é o *policy space* e maior é a volatilidade da taxa de câmbio (Paula *et al.*, 2017).

Como mencionado, o dólar americano é a moeda-chave do SMI que emergiu após o esgotamento de Bretton Woods ou, nas palavras de Carneiro (1999), o dólar é o núcleo desse sistema. Por consequência, a moeda norte-americana ocupa o topo da hierarquia. Abaixo, encontram-se as moedas centrais que desempenham as funções na esfera internacional, mas em uma escala muito menor. Sua atuação é relativamente significativa, no entanto, não detêm o *status* do dólar. Já na base da hierarquia estão as moedas periféricas, cujo prêmio de liquidez

---

<sup>4</sup> Cabe apresentar o conceito de hierarquia financeira, no qual Prates *et al.* (2023) analisam os ativos financeiros – e não as moedas – de acordo com seu rendimento. Esta hierarquia é moldada pelos diferentes retornos oferecidos pelos Estados Unidos (emissor da moeda-chave), demais países centrais e pela periferia. Dentro deste último grupo, a diferença entre os rendimentos dos ativos é maior do que aquela referente ao prêmio de liquidez das moedas periféricas.

<sup>5</sup> Para mais detalhes, ver Strange (1971) e Cohen (1998).

é muito baixo e seus países emissores compartilham algumas características como dependência de altas taxas de juros, alta volatilidade cambial e macroestrutura doméstica instável.

### 3.2. Internacionalização de moedas

Além da hierarquia, a internacionalização de moedas exerce um papel fundamental na dinâmica da assimetria monetária. Primeiramente, sob o prisma da EPI, uma moeda internacional é aquela utilizada fora das fronteiras do país emissor ou por agentes não residentes dentro do território nacional (Cohen, 1998). O trabalho de Strange (1971) destaca a importância do fator político para a internacionalização de uma moeda e Cohen (1971) mostra, através de uma diferenciação entre os usos privado e público, que a moeda pode exercer até seis funções no âmbito internacional.<sup>6</sup> Na visão *mainstream*, a internacionalização ocorre quando uma moeda é utilizada por agentes não residentes no lugar da moeda nacional de seu país de origem (Kenen, 2009). Autores como Kenen (1983) e Krugman (1984) se baseiam na contribuição da EPI para desenvolver trabalhos com foco no papel no dólar, enquanto Rey (2001) utiliza modelos matemáticos para mostrar o uso das moedas nacionais como veículo na esfera internacional.

Não obstante, estas visões abordam apenas o caso das moedas centrais. Nesse sentido, a contribuição pós-keynesiana sobre prêmio de liquidez e hierarquia de moedas é utilizada por autores como Kaltenbrunner (2015), Belfrage *et al.* (2016) e Orsi (2019) para investigar quais funções as moedas periféricas desempenham no nível internacional, dado seu baixo prêmio de liquidez e o fato de ocuparem as posições mais baixas na hierarquia. Para definir o conceito de internacionalização, Kaltenbrunner (2011) considera a moeda também como uma classe de ativos *per se*. Sendo assim, a internacionalização se manifesta em duas dimensões: como investimento e negociação de ativos denominados na moeda nacional e, adicionalmente, como negociação da moeda como uma classe de ativos *per se*. Orsi (2019) contribui para o debate ao apontar que a internacionalização não é um conceito

---

<sup>6</sup> Começando pela função meio de troca, no nível privado, a moeda é utilizada como moeda veicular (Krugman, 1980) e/ou liquidação comercial (Cohen e Benney, 2013). Já as autoridades monetárias utilizam moedas estrangeiras para intervir nos mercados de câmbio, caracterizando o uso público como moeda de intervenção. Enquanto unidade de conta, o uso privado se refere à escolha de uma única moeda para denominar contratos e facilitar as transações. O uso público ocorre na forma de âncora da taxa de câmbio. Sobre a função reserva de valor, os agentes privados escolherão como moeda de investimento aquela que, além de armazenar valor, é emitida por uma economia estável em termos de inflação doméstica e taxa de câmbio. No nível público, é a moeda utilizada por um país nas suas reservas cambiais, preservando também sua riqueza. Não necessariamente é a moeda em si, pode ser na forma de títulos da dívida (Cohen e Benney, 2013).

binário, pois existem diferentes graus e algumas moedas exercem apenas algumas funções fora de suas fronteiras. Em outras palavras, existem diferentes graus de internacionalização.

As seis funções que a moeda pode exercer no âmbito internacional estão em consonância com a base teórica da EPI e, de forma adicional, Kaltenbrunner (2015) e Orsi (2019) utilizam o arcabouço pós-keynesiano para propor dois tipos de internacionalização: moeda de financiamento (unidade de conta) e moeda de investimento especulativo de curto prazo (reserva de valor). Através de uma abordagem minskyana, Kaltenbrunner (2015) apresenta o conceito de moeda de financiamento, que é aquela utilizada como unidade de conta para financiar contratos de dívida na esfera internacional. De forma complementar, Belfrage *et al.* (2016) apontam que a moeda de financiamento é utilizada como unidade de conta tanto nas relações comerciais quanto nas relações financeiras. Esse tipo de internacionalização enfatiza a posição de uma moeda nas relações internacionais que envolvem devedores e credores. Na dimensão macroeconômica, o país emissor de uma moeda de financiamento possui mais ativos do que passivos denominados na sua moeda doméstica. Em contrapartida, estão os países que emitem majoritariamente passivos em moeda estrangeira.

Orsi (2019) preconiza, sob o prisma pós-keynesiano, um outro tipo de internacionalização, conceituado como moeda de investimento especulativo de curto prazo. De acordo com sua análise, a maioria das moedas periféricas é internacionalizada na forma de investimento de curto prazo, isto é, os investidores buscam lucros através de operações especulativas denominadas nestas moedas (por exemplo, operações de *carry trade*, cujo retorno está vinculado ao diferencial de juros). Seus países emissores são mais dependentes dos ciclos de liquidez internacional e mais vulneráveis a choques especulativos.

É importante mencionar que existem alguns determinantes para a internacionalização, como o tamanho do país emissor, a estrutura do mercado financeiro doméstico, influência política, estabilidade da moeda e postura dos governos. Adicionalmente, este processo engendra vantagens e desvantagens. O país emissor de uma moeda internacional pode se beneficiar com a redução dos custos de transação e do risco cambial, senhoriagem, desenvolvimento das instituições bancárias domésticas, além de prestígio e poder político internacional. Dentre as desvantagens, pode haver redução da autonomia da política monetária, maior volatilidade cambial e o fato de o país emissor obter uma grande responsabilidade com a estabilidade da economia internacional (Helleiner, 2008; De Conti, 2011; Maziad *et al.*, 2011).

Por fim, cabe apresentar a importância da relação entre internacionalização e hierarquia de moedas. Para De Conti (2011), a distribuição das moedas na hierarquia é que determina quais moedas serão utilizadas pelos agentes no âmbito internacional. Ou seja, não é a escolha dos agentes que define o uso internacional de uma moeda e, conseqüentemente, a hierarquia. Além disso, o grau de abertura comercial e financeira não é a melhor forma de analisar o impacto da integração financeira doméstica no uso da moeda no âmbito internacional. Orsi (2019) aponta que a visão *mainstream* considera que existe uma relação direta e linear entre a posição de uma moeda na hierarquia e o tipo de internacionalização adotado. Neste caso, quanto maior for a utilização da moeda no âmbito internacional, maior será sua posição na hierarquia. Em contraste, a abordagem pós-keynesiana destaca a relação entre esses fatores não é direta e linear.

## **4. Como a assimetria financeira se manifesta no Brasil e na China**

### **4.1. O caso do Brasil**

O objetivo desta seção é utilizar o arcabouço teórico apresentado sobre a assimetria financeira para entender como Brasil e China são afetados por essa assimetria, apresentando o processo de entrada na globalização financeira e a forma de integração na economia internacional. Assim como outros países latino-americanos, o Brasil se inseriu na globalização financeira no final dos anos 1980, adotando o padrão de desenvolvimento econômico recomendado no Consenso de Washington, baseado na liberalização financeira, eliminação de controles de capital e privatizações. Como se sabe, instituições multilaterais – como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial – contribuíram para a abertura das economias periféricas, sob o argumento de que a entrada de investimentos externos contribuiria para o crescimento dessas nações, consideradas escassas em capital. De acordo com Prates (2002), a economia brasileira foi inserida na globalização financeira enquanto apresentava um contexto macroeconômico e condições fiscais desfavoráveis. Outro fator importante foi a adesão ao Plano Brady como alternativa para reestruturar a dívida externa, através de descontos e extensão de prazos, mas que exigiam o cumprimento da agenda neoliberal exigida pelo FMI.

Assim, o Brasil iniciou seu processo de abertura no final da década de 1980, durante o governo do presidente José Sarney, sendo intensificado nos governos seguintes. Para Carvalho (2008), a liberalização financeira teve início através da reforma bancária de 1988, que permitiu a organização de instituições financeiras como bancos múltiplos. O pano de

fundo utilizado para estimular a liberalização foi a atribuição da estagnação da economia e da alta inflação, observadas na década de 1980, ao processo de substituição de importações promovido pelo governo brasileiro.

No início da década de 1990, a entrada de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) começou a ser estimulada no Brasil, a partir de diversas medidas, que contribuíram para uma maior liberalização da conta capital, ao retirar entraves burocráticos e permitir que residentes pudessem enviar um volume maior de recursos ao exterior. O processo de abertura financeira foi se intensificando ao longo da década à medida que as restrições remanescentes foram sendo retiradas e, assim, os investidores estrangeiros passaram a ter livre acesso ao mercado financeiro brasileiro. O mercado secundário de ações recebeu a maior parte dos investimentos de portfólio, enquanto a emissão de títulos de renda fixa no exterior pelas instituições financeiras destinou-se para o mercado de crédito bancário. Em consonância com a estratégia de abertura, as medidas adotadas no âmbito do Plano Real (como a política monetária restritiva) e a âncora cambial moldaram um panorama favorável para os investidores estrangeiros ao proporcionar retornos financeiros elevados, através das altas taxas de juros oferecidas.

Os choques especulativos nos mercados emergentes no final dos anos 1990, e o efeito contágio sobre outras economias periféricas, provocaram uma intensa saída de capitais da economia brasileira, bem como a redução no nível de reservas internacionais, que foram utilizadas para proteger o real. Ademais, a apreciação do câmbio, decorrente da âncora cambial, e a fuga de capitais agravaram a deterioração do saldo em transações correntes. Os desdobramentos desse cenário exigiram algumas mudanças domésticas, iniciando a passagem para uma política macroeconômica baseada no tripé, ou seja, câmbio flutuante, metas de inflação e compromisso com a geração de superávit primário. Os anos 2000 foram marcados pelo prosseguimento das medidas liberalizantes e das altas taxas de juros – para conter a inflação e proteger o câmbio – além da manutenção do compromisso com o superávit primário – inclusive com aumento da meta de 3,75% para 4,25% do Produto Interno Bruto (PIB) – como forma de conter as inquietações do mercado sobre a nova gestão da economia brasileira. Além disso, as ações fiscais continuaram sendo direcionadas para a redução da dívida/PIB, evidenciando o caráter ortodoxo que permanecia guiando as políticas macroeconômicas (Arantes e Lopreato, 2017; Paula e Pires, 2017).

Como comentário adicional, Noiye e De Conti (2016) destacam que houve um aumento acentuado de capitais especulativos na economia brasileira nos anos 2000, resultando na elevação do passivo externo líquido (ou Posição de Investimento

Internacional, cuja sigla é PII) e uma piora da vulnerabilidade externa. Na mesma linha, Freitas e Prates (2001) observam que a abertura financeira engendrou um aumento do passivo externo e, conseqüentemente, da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Houve um aumento da dívida externa baseada em *securities* e crescimento dos déficits em conta corrente devido às remessas de juros, lucros e dividendos para fora do país. Ademais, o mercado primário de ações continuou pouco dinâmico e os custos de crédito e de serviços bancários não foram reduzidos.

Vê-se, portanto, que a dependência de capital externo para equilibrar o balanço de pagamentos e a abertura da conta capital contribuíram para a maior vulnerabilidade externa da economia brasileira desde os anos 1990. Para fins de ilustração, nos últimos anos, o passivo externo do Brasil foi maior que o ativo externo, resultando em uma PII negativa e caracterizando a economia brasileira como devedora líquida. Dados de dezembro de 2023, disponibilizados pelo Banco Central do Brasil (BCB), apontam que a PII foi de US\$ -1000 bilhões. Como observam Paula *et al.* (2024), recebem mais outros investimentos, como capitais próprios, empréstimos, moeda e depósitos, entre outros; que apresentam uma volatilidade maior do que IDE.

Assim como em outros países do Sul Global, as reservas internacionais são utilizadas pelo Brasil como proteção contra-ataques especulativos e movimentos acentuados de depreciação da moeda doméstica. Houve um expressivo aumento ao longo da década de 1990, interrompido pelas crises dos mercados emergentes a partir de 1998 e pelos pagamentos feitos ao FMI. A partir de 2007, o aumento do preço das *commodities* e o crescimento virtuoso da China (que se tornou o principal parceiro comercial), favoreceram as exportações brasileiras para este país e, conseqüentemente, o acúmulo de reservas cambiais aumentou exponencialmente. Com efeito, dados do BCB apontam que em 2001, o Brasil totalizava US\$ 37 bilhões de reservas internacionais, saltando para US\$ 177 bilhões em 2007. Nos últimos anos, estes valores cresceram ainda mais, alcançando US\$ 348 bilhões em 2023. No entanto, a acumulação de reservas internacionais, num contexto de elevada abertura financeira, mostrou-se uma estratégia pouco eficaz para resgatar a autonomia de política.

Em síntese, a economia brasileira é severamente afetada pela assimetria financeira, uma vez que a integração subordinada ao SMI minou as possibilidades de maior autonomia das políticas monetária, fiscal e cambial, mesmo sob um regime cambial flutuante. Os altos níveis de taxas de juros, utilizados para atrair capitais externos, provocaram também a apreciação do câmbio, enquanto os déficits no saldo de transações correntes resultantes desse esquema deixaram a economia brasileira mais vulnerável aos choques externos. Assim, a

economia brasileira enfrentou grandes desafios ao ingressar na globalização financeira com uma conta capital desregulada e adoção de uma agenda liberalizante. Esses fatores evidenciaram a frágil macroestrutura doméstica, comprometendo o crescimento econômico e reduzindo o *policy space*.

## 4.2. O caso da China

Já a China iniciou seu processo de abertura de forma gradual no final dos anos 1970 e, ao longo dos anos, foi permitindo a entrada de investimentos estrangeiros ao reduzir controles de capital, mas sem eliminá-los de forma total. De acordo com Shi (2023), durante os anos de 1980 e 1990, o governo chinês estimulou a entrada de IDE, mas controlando as saídas de capital privado como forma de manter o gerenciamento do Estado sobre o setor bancário doméstico. Houve uma expansão do sistema financeiro chinês, os bancos estatais passaram a adotar práticas comerciais, o controle sobre a taxa de juros foi reduzido e surgiu o financiamento baseado no mercado. Essas medidas podem ser consideradas pioneiras na transformação do sistema financeiro chinês. O setor bancário, particularmente os bancos públicos, exercem um papel vital no sistema financeiro chinês, enquanto o mercado privado de títulos da dívida e de ações permanece limitado. Essa concentração de atividades no setor bancário caracteriza o sistema financeiro doméstico pouco diversificado observado na China.

Na mesma linha, Xie *et al.* (2022) mostram que, apesar das reformas financeiras, o governo chinês ainda controla severamente o sistema financeiro doméstico. Dentre essas reformas, iniciadas de forma gradual no final dos anos 1970, pode-se destacar a transformação de um sistema financeiro centralmente planejado por um apoiado no mercado, com a atuação de grandes bancos estatais e a presença de formas de financiamento indireto. Conforme Shi (2023), antes das reformas, o *People's Bank of China* (cujá sigla em inglês é PBOC) era o único banco da China e sua função era apenas alocar os recursos sob um planejamento central imposto pelo governo. Não obstante, em 1984, as atividades comerciais foram distribuídas para quatro bancos estatais recém-criados (conhecidos como “*Big Four*”)<sup>7</sup>, responsáveis por supervisionar diferentes esferas (como por exemplo, infraestrutura e agricultura). Após essas mudanças, o PBOC se consolidou como o banco central chinês, ocupando o topo da hierarquia do sistema bancário chinês de dois níveis. Ao longo das décadas, mais reformas foram implementadas, resultando em sistema bancário multiníveis. Adicionalmente, iniciou-se a liberalização da taxa de juros, o que favoreceu o

---

<sup>7</sup> *Agriculture Bank of China, Bank of China, China Construction Bank e Industrial and Commercial Bank of China.*

crescimento do mercado de capitais na China. Como já foi referido, à despeito dessas medidas, a presença do Estado no mercado financeiro doméstico permaneceu firme.

Com as crises especulativas nos mercados emergentes no final dos anos 1990, o governo chinês intensificou os controles de capital para evitar possíveis choques especulativos no mercado de câmbio. Não obstante, a China vem aumentando as concessões para que esse regime seja mais flexível. A partir dos anos 2000, começou a reduzir ainda mais as barreiras à entrada de IDE, mas manteve as restrições a outros tipos de capital. Como resultado, o IDE tem sido o principal tipo de capital a entrar na economia chinesa. Prosseguindo, a partir de 2010, começaram a ser liberados empréstimos bancários, outros investimentos e entradas de carteira (Prasad, 2016). Os dados fornecidos pelo *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE) apontam que, nos últimos anos, o ativo externo da China foi maior do que o passivo externo, resultando em uma PII positiva, com o valor de US\$ 29 bilhões.

Segundo a base de dados fornecida por Milesi-Ferretti (2022)<sup>8</sup>, o acúmulo de reservas internacionais pela China cresceu expressivamente em meados dos anos 2000, resultado de fatores como a entrada na Organização Mundial do Comércio em 2001, superávits em conta corrente e entrada de IDE. Ilustrando, em 2001, a China acumulava US\$ 215 bilhões em reservas e, em 2007, o volume subiu exponencialmente para US\$ 1,5 trilhões em 2007. Dados mais recentes mostram que 2022 fechou com um acúmulo de US\$ 3,2 trilhões.

Nesse sentido, as mudanças nas cadeias produtivas engendraram o dinamismo das exportações, fortalecendo a posição da China como um importante país exportador mundial, além de um importante importador também. Com efeito, Paula *et al.* (2024) destacam que a pauta de exportações chinesa é bastante diversificada, composta por produtos de alto valor agregado como equipamentos de radiodifusão, computadores e circuitos integrados. A China recebe mais IDE, que é menos volátil do que outros investimentos e que, em conjunto com o capital nacional, contribui para a sua diversificação produtiva.

Em resumo, que a despeito de algumas permissões dadas à entrada de investimentos estrangeiros, a China controla severamente seu sistema financeiro, exigindo requisitos de capital e licenças para a atuação de instituições financeiras. Controla, também, a conta capital, como forma de proteger a economia doméstica de choques especulativos, manter a estabilidade de sua taxa de câmbio e seu *policy space*. No tocante à taxa de câmbio, o governo chinês a administra para dinamizar as exportações e conter a volatilidade, atuando

---

<sup>8</sup> Baseado em Lane e Milesi-Ferretti (2018).

plenamente no mercado cambial para garantir a estabilidade de sua moeda. Em conclusão, essas medidas se mostram efetivas para que a economia chinesa seja menos afetada pela assimetria financeira.

## **5. Os impactos da assimetria monetária nas economias brasileira e chinesa**

### **5.1. O caso do real (BRL)**

Esta seção tem o intuito de analisar o impacto da assimetria monetária no Brasil e na China, destacando os processos de internacionalização de suas moedas. Começando pelo caso do BRL, em 2003, houve uma procura maior por moedas de mercados emergentes, devido à alta liquidez dos mercados financeiros internacionais e à valorização dos preços das *commodities*. Posteriormente, outros fatores contribuíram para este cenário como a valorização dos preços das *commodities* e a bolha imobiliária nos Estados Unidos. Por consequência, os investidores estrangeiros buscaram aumentar seus investimentos nesses mercados, aplicando em títulos denominados em moeda local e realizando negociações com a moeda em si. Cumpre ressaltar que o Brasil foi um dos principais destinos desses investidores, atraídos pela alta liquidez oferecida nos mercados financeiros e de câmbio. As características institucionais (como um setor financeiro heterogêneo e um mercado de derivativos altamente líquido) e macroeconômicas (uma arquitetura macroeconômica baseada no Regime de Metas de Inflação e taxa de câmbio flutuante)<sup>9</sup>, contribuíram para tornar o mercado brasileiro atrativo para os investidores internacionais (Kaltenbrunner, 2011).

Nesse contexto, os ativos denominados em BRL passaram a compor as carteiras internacionais e se tornaram instrumentos de negociação (que envolvem principalmente ações e moedas), aprofundando a integração da economia brasileira aos mercados financeiros internacionais e a maior exposição de investidores internacionais a ativos de curto prazo denominados em BRL. A internacionalização se acentuou durante a crise financeira de 2008, uma vez que o BRL passou a ser negociado como um ativo internacional, ou seja, tornou-se uma moeda de especulação nos mercados financeiros internacionais. Como os investidores estrangeiros buscaram aplicar em ativos com alto rendimento, as elevadas taxas de juros praticadas pela economia brasileira garantiram a remuneração desses investidores. Assim, os

---

<sup>9</sup> A despeito do regime oficial de câmbio flutuante, o BCB realiza constantes intervenções, operando no mercado de câmbio para evitar uma desvalorização excessiva, que pode engendrar possíveis impactos na inflação doméstica.

investidores estrangeiros passaram a atuar de forma intensiva no mercado de ações brasileiro, com aplicações em títulos domésticos e negociações com o BRL. Por sua vez, este processo possui importantes implicações na taxa de câmbio, com movimentos mais acentuados, tanto de apreciação quanto de depreciação (Kaltenbrunner, 2011).

Como mostra Orsi (2019), o BRL foi internacionalizado como moeda de investimento especulativo de curto prazo, devido ao seu baixo prêmio de liquidez. Como mencionado, esse tipo de internacionalização é comum entre as moedas periféricas. Consequentemente, o aumento da utilização do BRL nos mercados internacionais não provocou uma melhora na posição da moeda brasileira na hierarquia, pois o tipo de internacionalização adotado transformou o BRL em um ativo de curto prazo. Para Belfrage *et al.* (2016), o tipo de internacionalização do BRL acaba dificultando a adoção de medidas voltadas para o crescimento interno, pois torna a economia brasileira mais propensa a choques externos devido à desregulamentação financeira.

Algumas medidas adotadas pelo BCB contribuíram para a internacionalização da moeda brasileira, ainda que este não tenha sido um objetivo. Um exemplo é o impacto da regulamentação do uso do BRL por não residentes e o Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML)<sup>10</sup>, criado em junho de 2007. O SML, que é administrado pelo BCB, permite que exportadores e importadores possam usar suas moedas locais para realizar operações de forma rápida e sem burocracia, reduzindo a exposição dos agentes às oscilações cambiais. Nesse sentido, dois países envolvidos em um contrato operam com suas moedas domésticas e os respectivos bancos centrais utilizam o dólar para realizar a operação de câmbio. Apenas os países do Mercosul – Brasil, Argentina, Paraguai e Uruguai – estão autorizados a operar no SML. As operações no SML iniciaram-se em setembro de 2008, entre Brasil e Argentina. Em 2014, houve a inclusão do Uruguai e, em 2018, do Paraguai (Orsi, 2019).

Segundo Kaltenbrunner *et al.* (2020), o SML acabou favorecendo a utilização das moedas locais, incluindo o BRL como moeda de faturamento comercial. O SML também estimula a integração regional, destacando a importância do comércio entre os países envolvidos. Em síntese, o SML é uma forma de promover a internacionalização do BRL como moeda de faturamento, mas não como liquidação de negócios ou moeda veicular. Como o dólar ainda é utilizado para as operações de câmbio no SML, a moeda norte-americana continua exercendo o papel de moeda veicular. Portanto, o uso regional do BRL no âmbito do SML engendra uma maior integração entre o Brasil e os países do Mercosul.

---

<sup>10</sup> Para mais detalhes sobre o SML, ver Kaltenbrunner *et al.* (2020) e Fritz *et al.* (2023).

Ainda que não seja um objetivo explícito de internacionalização da moeda brasileira, o SML contribui para o uso do BRL como moeda de faturamento.

Analisando os dados do *Triennial Central Bank Survey*, divulgado pelo *Bank for International Settlements* (BIS) em outubro de 2022, observa-se que o BRL, apesar de ter subido do 20º para o 19º lugar, sua participação caiu de 1,1% para 0,9%. Em síntese, é preciso entender qual tipo de internacionalização seria benéfico para a economia brasileira. A expansão do SML através da inclusão de outros países pode ser um facilitador para um maior uso do BRL e maior integração regional do Brasil. Já sob a regência das novas regras cambiais, dificilmente o BRL deixará de ser uma moeda de especulação nos mercados internacionais, pois estimular o maior uso internacional não significa que os agentes irão ter maior confiança e não garante o aumento do prêmio de liquidez. A maior confiabilidade depende de um arranjo macroeconômico doméstico favorável, ou seja, controle da inflação e taxa de câmbio estável. O cenário político também impacta as decisões dos investidores estrangeiros, pois um ambiente caracterizado por incertezas e instabilidades não é atrativo para esses agentes.

Resumindo os pontos apresentados, o Brasil também é fortemente impactado pela assimetria monetária, uma vez que o BRL possui um baixo prêmio de liquidez e é utilizado internacionalmente como moeda de investimento especulativo de curto prazo, um tipo de internacionalização que não provoca uma ascensão na hierarquia. Por fim, é preciso considerar como a internacionalização do BRL pode contribuir para o crescimento da economia brasileira. Uma possível estratégia para promover um maior uso do BRL seria aumentar sua importância no comércio regional com outros países do Mercosul, favorecendo a internacionalização do BRL como moeda veicular relacionada ao comércio. Desta forma, uma maior integração regional poderia atenuar as volatilidades originadas nos mercados financeiros internacionais. No entanto, ainda não há uma infraestrutura adequada para o desenvolvimento de uma integração regional capaz de promover o uso de uma moeda a nível regional. No caso do BRL, a alta volatilidade da taxa de câmbio e de outras variáveis macroeconômicas limita uma possível utilização da moeda brasileira regionalmente, entre os países do Mercosul por exemplo.

## 5.2. O caso do renminbi (RMB)

Sobre a internacionalização do RMB<sup>11</sup>, o governo chinês iniciou o processo de forma moderada em meados dos anos 2000. Com a eclosão da crise financeira de 2008, esse processo foi intensificado como forma de criar uma moeda reserva alternativa ao dólar, devido às turbulências verificadas na economia norte-americana e no âmbito internacional. Outro ponto de destaque é que Hong Kong é utilizado como centro financeiro para liquidação de transações cambiais (He, 2015; Prasad, 2016; Torres Filho e Pose, 2018). Vale ressaltar a China adota medidas para aumentar o uso internacional de sua moeda ao mesmo tempo que mantém controles de capital e o gerenciamento estatal sobre o sistema financeiro e o mercado de câmbio. É nesse sentido que Cintra e Pinto (2017) preconizam que a China promove uma “internacionalização controlada”, justamente por ainda controlar sua conta capital e limitar a total conversibilidade de sua moeda.

Algumas medidas contribuíram para a internacionalização do RMB, como: (i) a criação, em 2002, do programa *Qualified Foreign Institutional Investor* (QFII), que permitiu a atuação de investidores internacionais selecionados no mercado de capitais utilizando o RMB; (ii) a liberação de transações financeiras *offshore* denominadas em RMB; (iii) o lançamento, em 2011, do programa *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor* (RQFII), no qual instituições selecionadas e fundos *offshore* em RMB puderam investir em ações chinesas e outros instrumentos financeiros denominados em RMB; e (iv) a criação de câmaras de compensação visando ampliar o mercado cambial *offshore*, antes concentrado em Hong Kong (Prasad, 2016; Torres Filho e Pose, 2018).

Cintra e Pinto (2017) apontam que o governo chinês buscou transformar Xangai em um centro financeiro global, criando uma conexão entre as Bolsas de Valores de Xangai e de Hong Kong. Esta medida evidenciou um importante passo dado em direção à flexibilização da conta capital e da internacionalização do RMB. Outro fator importante foi a criação do Novo Banco de Desenvolvimento do BRICS, cuja sede é em Xangai. Além disso, em julho de 2015, foi criado o *China International Payment System* (CIPS), uma entidade corporativa independente autorizada a operar o sistema de pagamentos transfronteiriços em RMB, sob a supervisão do PBOC. O CIPS se assemelha ao CHIPS (*Clearing House Interbank Payments System*), a câmara de compensação dos Estados Unidos.

---

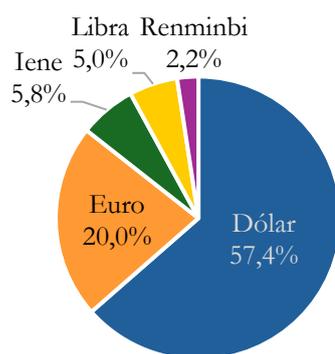
<sup>11</sup> Cumpre ressaltar que renminbi (“a moeda do povo”) é o nome oficial da moeda da China, enquanto o iuane é a sua unidade de conta. São empregados dois códigos monetários para a moeda chinesa: CNY, que representa o iuane utilizado em transações entre residentes (*onsbore*); e CNH, que representa o iuane negociados em mercados *offshore*, como Hong Kong.

Já no final de 2016, houve a inclusão do RMB como “moeda emergente para negociação *forex*” na cesta dos Direitos Especiais de Saque (*Special Drawing Rights*, cuja sigla em inglês é SDR), representando um importante passo no aumento da utilização da moeda chinesa nas finanças globais. Assim, este gesto reflete o virtuoso crescimento econômico da economia chinesa e postura ativa do governo em impulsionar a internacionalização do RMB. Em 2020, a *China Securities Regulatory Commission* (CSRC), juntamente com PBOC e a *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE), anunciaram a fusão dos esquemas QFII e RQFII, formando o “esquema QFI”, reduzindo requisitos de entrada de investimentos externos e facilitando a atuação de investidores estrangeiros no mercado de capitais chinês. Cumpre mencionar que, apesar dos desafios impostos pela pandemia, instituições financeiras, empresas chinesas e estrangeiras mantiveram um elevado nível de utilização do RMB para liquidação de comércio internacional. Ademais, as transações monetárias denominadas em RMB também mantiveram a trajetória de alta (*China Construction Bank*, 2021).

De acordo com BIS (2022), o dólar permanece como a principal moeda utilizada nas transações cambiais, seguido pelo euro, iene e libra. O RMB subiu da 8ª para a 5ª posição, na comparação com o relatório de 2019. Ainda que a internacionalização seja feita nos moldes particulares da China, a moeda chinesa vem conquistando espaço no mercado global, aproximando-se cada vez mais das moedas centrais. A participação das moedas periféricas, excluindo-se o RMB e o rublo russo, apresentou uma ligeira queda.

Para fins de ilustração, a figura 1 mostra outro dado importante, que é a utilização das moedas como reservas cambiais por outros bancos centrais. Pode-se concluir que, com significativa vantagem, o dólar é a principal moeda reserva. Em seguida, com uma participação expressiva, está o euro. O iene e a libra também são utilizados como moeda reserva por outros bancos centrais e, adicionalmente, a inclusão do RMB no SDR reflete o aumento da importância da moeda chinesa nas finanças globais.

**Figura 1** - Reservas cambiais oficiais por moeda (em %)



Nota 1: A porcentagem é obtida através da divisão da participação de cada moeda pelo valor total das reservas alocadas. Nota 2: Dados do terceiro trimestre de 2024.

Fonte: FMI. Elaboração própria.

A eclosão do conflito entre Rússia e Ucrânia e as conseqüentes sanções impostas pelos Estados Unidos também possuem consideráveis impactos no avanço do domínio chinês. A China possui estreitas relações com a Rússia, com destaque para a Organização para Cooperação de Xangai (OCX) e o *Belt and Road Initiative* (BRI). A OCX foi criada em 2001 com o objetivo de fortalecer a integração regional entre os países membros, enquanto o BRI, iniciado em 2013 pelo presidente chinês Xi Jinping, é um programa que busca aprofundar a integração econômica entre os países ao longo da Rota da Seda. Apesar do BRI ser uma iniciativa global, o foco principal são os países da Ásia, África Oriental, Europa Oriental e Oriente Médio. Em termos econômicos, os países participantes somam mais de um terço do produto interno bruto mundial. A China possui importantes interesses nessa integração regional, uma vez que o BRI pode ser um importante passo para o domínio chinês.

Na esteira desses acontecimentos, as relações entre China e Arábia Saudita se fortaleceram, intensificando as negociações para fixar parte das vendas de petróleo em iuane. A Arábia Saudita é um dos principais fornecedores de petróleo para a China e o avanço do chamado “petroyuan” pode se tornar um desafio para os Estados Unidos. Desta forma, o fortalecimento de alianças estratégicas entre a China e o Golfo Pérsico se apresenta como um promotor do domínio chinês e da relevância do RMB. Sobre a política monetária, Li (2019) mostra que o governo chinês utiliza três principais instrumentos – índice de reserva estatutária, *open market* e política de desconto – para controlar a oferta de RMB. No entanto, o avanço no maior uso do RMB pode afetar a independência da política monetária, a regulação macroeconômica e as transações de câmbio da China, pois os movimentos da moeda chinesa agora são afetados também pela demanda internacional, além da doméstica.

Em síntese, a postura do governo chinês de intensificar a internacionalização do RMB promoveu o relaxamento do controle sobre os fluxos de capitais, acelerando o processo de abertura da sua conta capital, mas sem retirar o domínio do Estado sobre o sistema financeiro doméstico e o mercado de câmbio. Assim, há um paradoxo na internacionalização do RMB pois, dentre as muitas peculiaridades da China, pode-se destacar a forma como vem promovendo a utilização de sua moeda, uma vez que ainda mantém controles sobre a conta capital e o mercado de câmbio, além de um sistema financeiro pouco diversificado.

Ainda que, paulatinamente, a China esteja abrindo mais sua economia, as amarras ainda existentes podem estar prejudicando um maior uso do RMB internacionalmente. Não obstante, aspectos como o tamanho da economia chinesa, acordos bilaterais e o avanço de sua influência estão contribuindo para a expansão da demanda pela sua moeda. Como conclusão, a China é menos afetada pela assimetria monetária, pois a participação de sua moeda vem aumentando no cenário internacional e foi capaz de promover uma ascensão na hierarquia. Este fato é ilustrado, como já foi referido, pelo fato de o RMB ter subido da 8ª para a 5ª posição (BIS, 2022).

## **6. Considerações finais**

O presente artigo teve o intuito de analisar as assimetrias financeira e monetária, a partir do arcabouço teórico existente na literatura, trazendo como contribuição uma análise específica sobre o impacto dessas assimetrias no Brasil e na China. A escolha desses estudos de caso é justificada pelo argumento de que, apesar de pertencerem ao Sul Global, o grupo não é homogêneo. Ou seja, cada país possui as suas especificidades e, portanto, os impactos das assimetrias são diferentes. O artigo começou apresentando o conceito de assimetria financeira, que se refere à análise dos determinantes dos fluxos de capitais, tendo como pano de fundo o surgimento da globalização financeira após o esgotamento de Bretton Woods. Como resultado, o maior movimento de capitais gerou efeitos deletérios nos países integrados de forma subordinada, que passaram a apresentar alta volatilidade cambial e pouca margem de manobra da política monetária. Além disso, a abordagem pós-keynesiana apresenta importantes contribuições sobre o caráter volátil e pró-cíclico dos fluxos de capitais, em oposição à visão *mainstream*.

Já a assimetria monetária é estudada na literatura existente a partir da distribuição das moedas na hierarquia. Como contribuição, este artigo introduziu também a

internacionalização de moedas, visto que hierarquia e internacionalização são conceitos imbricados. O caráter assimétrico do atual sistema evidencia o fato de as moedas periféricas não serem consideradas conversíveis e seguras. Consequentemente, não conseguem desempenhar todas as funções no âmbito internacional e se posicionam nos níveis mais baixos da hierarquia. Existem diferentes tipos de internacionalização e as moedas periféricas são usualmente internacionalizadas na forma de investimento especulativo de curto prazo.

Analisando os estudos de caso, a conclusão é que o Brasil é mais afetado pelas duas assimetrias do que a China, devido a fatores como a sua inserção na globalização financeira, o modelo de liberalização adotado e o fato de emitir uma moeda não conversível. O Brasil se integrou na globalização financeira adotando a agenda liberalizante recomendada no Consenso de Washington por instituições como o FMI e o Banco Mundial e, ao eliminar os controles de capital, tornou-se dependente de capitais externos e vulnerável a choques especulativos, o que intensificou sua posição subordinada no SMI. A economia brasileira também foi impactada por outros efeitos adversos, como alta volatilidade cambial, dependência de elevadas taxas de juros e *policy space* reduzido. Por sua vez, a China é menos afetada pela assimetria financeira pois, apesar de flexibilizar de forma sutil sua conta capital, ainda mantém requisitos para entrada e saída de investimentos estrangeiros. Adicionalmente, seu processo de abertura foi mais gradual e o governo possui um papel ativo sobre a taxa de câmbio e o sistema financeiro doméstico. Conclui-se, assim, que estas medidas são eficazes para proteger a economia chinesa e manter seu *policy space*.

Ademais, o Brasil também é impactado pela assimetria monetária, pois emite uma moeda que possui baixo prêmio de liquidez, que é internacionalizada como moeda de investimento especulativo de curto prazo e, por isso, se encontra nos níveis mais baixos da hierarquia. Já a China é menos afetada por essa assimetria, pois o governo vem promovendo a internacionalização do RMB, apesar de ainda manter controles sobre a conta capital, a taxa de câmbio e o sistema financeiro doméstico. Ainda assim, a moeda chinesa subiu na hierarquia nos últimos anos, foi incluída no SDR e vem sendo utilizada no volume de negócios global e como moeda reserva por outros bancos centrais. Portanto, a economia chinesa, pertencente ao Sul Global, ainda enfrenta as assimetrias, mas está em transição para uma posição melhor na divisão internacional do trabalho. Ou seja, a postura da China está diretamente relacionada com o fato de ser menos impactada pelas assimetrias financeira e monetária.

Por fim, cumpre mencionar que, recentemente, Brasil e China assinaram acordos bilaterais com o objetivo de fortalecer as relações entre as duas economias, com destaque para a permissão de transações comerciais utilizando diretamente o BRL e o RMB. A meta é não utilizar o dólar nessas operações, reduzindo os custos e a dependência da moeda norte-americana. De fato, existe a possibilidade de fortalecimento tanto do BRL quanto do RMB. Para o Brasil, esta aproximação com o sistema de pagamentos chinês pode contribuir para a confiança no BRL, além de reduzir os custos de transação. Já para a China, será mais uma importante etapa na internacionalização de sua moeda, intensificando a presença do RMB como uma alternativa ao dólar, ainda que de forma sutil. O primeiro teste foi a realização de exportações de celulose da Eldorado Brasil, utilizando o RMB como moeda de pagamento.

## Referências

- Akyüz, Y. (2011) Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust? *South Centre Research Paper*, n. 37, 1-52.
- Alves Jr, A. J.; Filho, F. F. & Paula, L. F. (2000) Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do Sistema Monetário Internacional: uma abordagem pós-keynesiana. *Revista Economia Contemporânea*, 4(1), 79-106.
- Arantes, F. & Lopreato, F. O. (2017) Novo Consenso em Macroeconomia no Brasil: a política fiscal do Plano Real ao Segundo governo Lula. *Revista de Economia Contemporânea*, 21(3), p. 1-34, 2017. DOI: 10.1590/198055272131
- Banco Central do Brasil. *Sistema Gerenciador de Séries Temporais*, 2023, disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>, acesso em 14 de março de 2025.
- Bank for International Settlements (2022) *Triennial Central Bank Survey: OTC foreign exchange turnover in April 2022*, disponível em: [https://www.bis.org/statistics/rpfx22\\_fx.pdf](https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.pdf), acesso em 29 de fevereiro de 2024.
- Belfrage, C.; Jäger, J. & Kaltenbrunner, A. (2016) Part I: Currency internationalization. *Analyzing the Integration of Brazilian Financial Markets*, p. 4-60.
- Belluzzo, L. G. (1995) O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. *Economia e Sociedade*, 4(1), p. 11-20.

- Biancarelli, A. M. (2009) Brazil, developing economies and private international capital flows: the (new) challenges in the post-crisis scenario. Artigo apresentado na 15ª conferência do *Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM)*: 'From crisis to growth? The challenge of imbalances, debt, and limited resources', Berlim, disponível em: < [https://www.boeckler.de/pdf/v\\_2011\\_10\\_27\\_biancarelli.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/v_2011_10_27_biancarelli.pdf)>, acesso em 18 de março de 2025.
- Bonizzi, B. (2017) An Alternative Post-Keynesian Framework for Understanding Capital Flows to Emerging Markets. *Journal of Economic Issues*, 51(1), p. 137-162. DOI: 10.1080/00213624.2017.1287502
- Carneiro, R. (1999) Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, n. 13, p. 57-92.
- Carvalho, F. C. (2008) Financial Liberalization in Brazil and Argentina. In: Arestis, P.; Paula, L. F. (eds). *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*, Hampshire, Nova York: Palgrave Macmillan, cap. 6, p. 121-141.
- China Construction Bank (2021) *2021 Renminbi Internationalisation Report: RMB pushes forward amid disruptions*, disponível em: [http://www2.ccb.com/cn/ccbtoday/news/upload/20211022\\_1634866375/20211022092955802527.pdf](http://www2.ccb.com/cn/ccbtoday/news/upload/20211022_1634866375/20211022092955802527.pdf), acesso em 13 de março de 2024.
- Cintra, M. A. & Pinto, E. (2017) China em transformação: transição e estratégias de desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, 37, 2(147), p. 381-400. DOI: 10.1590/0101-31572017v37n02a07.
- Cohen, B. (1998) *The Geography of Money*. Nova York: Cornell University Press.
- Cohen, B. & Benney, T. (2013) What does the international currency system really look like? *Review of International Political Economy*, 21(5), p. 1017-1041. DOI: 10.1080/09692290.2013.830980.
- De Conti, B. (2011) *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas.
- De Conti, B.; Prates, D. & Plihon, D. (2014) A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, Campinas, 23(2), p. 341-372.

- Freitas, M. C. & Prates, D. (2001) A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, p. 81-111.
- Fritz, B.; Paula; L. F. & Prates, D. (2018) Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 15(2), p. 208–218. DOI: 10.4337/ejeep.2018.02.11
- Fritz, B. *et al.* (2023) South-South monetary regionalism: a case of productive incoherence? *New Political Economy*, 28(5), p. 818-831. DOI: 10.1080/13563467.2023.2184471.
- He, A. (2015) Domestic sources and RMB internationalization: a unique journey to a major global currency. *CIGI Papers*, n. 67, disponível em: [https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi\\_paper\\_no67.pdf](https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no67.pdf), acesso em 29 de fevereiro de 2014.
- Helleiner, E. (1994) *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Nova York: Cornell University Press.
- Helleiner, E. (2008) Political Determinants of International Currencies: What Future for the US Dollar? *Review of International Political Economy*, 15(3), p. 354-378.
- Kaltenbrunner, A. (2011) *Currency Internationalisation and Exchange Rate Dynamics in Emerging Markets: A Post Keynesian Analysis of Brazil*. Tese (Doutorado em Economia) - School of Oriental and African Studies (SOAS), Universidade de Londres, Londres.
- Kaltenbrunner, A. (2015) A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach. *Journal of Post Keynesian Economics*, n. 38, p. 426–448. DOI: 10.1080/01603477.2015.1065678
- Kaltenbrunner, A. & Paineira, J. P. (2017) Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, DOI: 10.1080/13563467.2017.1349089.
- Kaltenbrunner, A. *et al.* (2020) Research Document on the Barriers to an Extension of the SML and Potential Research and Policy Agenda, Leeds University Business School.
- Kenen, P. (1983) The Role of the Dollar as an International Currency. *Occasional Papers (Group of thirty)*, n. 13.
- Kenen, P. (2009) *Currency Internationalization: An Overview*. Artigo apresentado no Bank of Korea e BIS Seminar on Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific, Seul, Coreia do

Sul, disponível em: <https://www.bis.org/repoofficepubl/arpresearch200903.01.pdf>, acesso em 27 de fevereiro de 2024.

- Kregel, J. (2008) Financial Liberalization and Domestic Policy Space: Theory and Practice with Reference to Latin America. In: Arestis, P.; Paula, L. F. (eds). *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*. Hampshire, Nova York: Palgrave Macmillan, cap. 2, p. 9-25.
- Krugman, P. (1980) Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange. *Journal of Money, Credit and Banking*, 12(3), p. 513-526,.
- Krugman, P. (1984) The International Role of the Dollar: Theory and Prospect. In: Bilson, J. F.; Marston, R. C. (eds). *Exchange Rate Theory and Practice*. Chicago: University of Chicago Press, cap. 8, p. 261-278.
- Lane, P. R. & Milesi-Ferretti, G. M. (2018) The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis. *IMF Economic Review*, 66(1), p. 189-222. DOI: 10.1057/s41308-017-0048-y
- Li, Y. (2019) The Impact of the Belt and Road Initiative on RMB Internationalization and Development Strategies for Mutual Benefit. *Advances in Economics, Business and Management Research*, v. 146, p. 55-58.
- Maziad *et al.* (2011) Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards. *IMF Staff Discussion Note*.
- Milesi-Ferretti, G. M. (2022) The External Wealth of Nations Database. *The Brookings Institution*.
- Noije, P. V. & De Conti, B. (2016) A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010. *Revista Nova Economia*, 26(1), p. 207-239. DOI: 10.1590/0103-6351/2151
- Ocampo, J. A. (2001) International asymmetries and the design of the international financial system. CEPAL. *Temas de coyuntura*, n. 15.
- ONU (2004) Forging a Global South. *United Nations Day for South-South Cooperation*, United Nations Development Programme.

- Orsi, B. (2019) *Currency Internationalisation and Currency Hierarchy in Emerging Economies: The Role of the Brazilian Real*. Tese (Doutorado em Economia) – Departamento de Economia, Universidade de Leeds, Leeds.
- Paula, L. F.; Fritz, B. & Prates, D. (2017) Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, 40(2), p. 183-202. DOI: 10.1080/01603477.2016.1252267.
- Paula, L. F. & Pires, M. (2017) Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*, 31(89), p. 122-144. DOI: 10.1590/s0103-40142017.31890013
- Paula, L. F.; Leal, J. & Ferreira, M. (2024) Financial subordination of peripheral emerging economies: a Keynesian–Structuralist approach, *Review of Keynesian Economics*, 12(1), p. 94–117. DOI: 10.4337/roke.2024.01.05
- Prasad, E. (2016) China’s effort to expand the international use of the renminbi. *Relatório preparado para a U.S. China Economic and Security Review Commission*.
- Prates, D. (2002) *Crises financeiras dos países “emergentes”*: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Unicamp, Campinas.
- Prates, D. M. (2005) As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. *Revista Economia Contemporânea*, 9(2), p. 263-288.
- Prates, D. M.; Fritz, B. & Paula, L. F. (2023) Frontier-market economies as a new group of the financial periphery: patterns and transmission channels of global shocks. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 20(2), p. 282–298. DOI: 10.4337/ejeep.2023.0106.
- Rey, H. (2001) International Trade and Currency Exchange. *The Review of Economic Studies*, 68(2), p. 443-464.
- State Administration of Foreign Exchange (SAFE). Disponível em: <https://www.safe.gov.cn/en/2018/0928/1459.html> , acesso em 03 de julho de 2024.
- Shi, Y. (2023) Is China financialised? The significance of two historic transformations of Chinese finance. *New Political Economy*, p. 1-16. DOI: 10.1080/13563467.2023.2253158.
- Strange, S. (1971) The Politics of International Currencies. *World Politics*, 23(2), p. 215-231.

Torres Filho, E. & Pose, M. (2018) A internacionalização da moeda chinesa: disputa hegemônica ou estratégia defensiva? *Revista de Economia Contemporânea*, 22(1), p. 1-23, janeiro-abril. DOI: 10.1590/198055272215.

Xie, F.; Kuang, X. & Li, Z. (2022) Financialisation of developing and emerging economies and China's experience: how China resists financialization. *Cambridge Journal of Economics*, p.1-22. DOI: 10.1093/cje/beac037