CADERNOS DO
Ceas
Revista crítica de humanidades

OS CENTROS *OFFSHORE* DE NEGOCIAÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS DENOMINADOS EM RENMINBI E O *BY-PASS* INSTITUCIONAL

Offshore Centers for trading financial products entitled in renminbi and the institutional by-pass

Alexandre Ramos Coelho
Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas-SP;
Instituto de Relações Internacionais (IRI)-Universidade de São Paulo (USP), Brasil

Informações do artigo

Recebido em 08/11/2022
Aceito em 20/03/2023
doi>: https://doi.org/10.25247/2447-861X.2022.n257.p543-575

Esta obra está licenciada com uma Licença Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional.
Você é livre para:
Compartilhar — copiar e redistribuir o material em qualquer meio ou formato.
Adaptar — remixar, transformar e construir sobre o material para qualquer finalidade, mesmo comercialmente.

Como ser citado (modelo ABNT)

COELHO, Alexandre Ramos. Os Centros *Offshore* de negociação de produtos financeiros denominados em renminbi e o *by-pass* institucional. **Cadernos do CEAS**: **Revista Crítica de Humanidades**. Salvador/Recife, v. 47, n. 257, p. 543-575, set./dez. 2022. DOI: https://doi.org/10.25247/2447-861X.2022.n257.p543-575

Resumo

O objetivo principal deste artigo é contribuir para os estudos sobre a internacionalização da moeda chinesa, o *renminbi* (RMB), por meio de uma teoria pouco conhecida nas Relações Internacionais, mas adotada na área de Direito e Desenvolvimento, qual seja, o *International Institutional Bypass* (by-pass institucional). Segundo Prado e Hoffman (2017), o by-pass institucional assemelha-se aos desvios criados pelos cirurgiões em torno de uma artériaobstruída, utilizando uma nova veia retirada de outra parte do corpo do paciente. Nas ciências sociais, isso significa que as autoridades governamentais criam instituições em vez de reformar aquelas tradicionais. Em determinados casos, por meio do desvio institucional, os governos formam novas instituições que, na prática, ignoram as funções daquelas que consideram disfuncionais. Depois, as instituições "defeituosas" acabam coexistindo, complementando ou desaparecendo em virtude daquelas recém-criadas. Aplico a teoria do by-pass institucional paraestudar um fenômeno específico do processo de internacionalização do RMB. Trata-se de inovações constituídas sob a liderança de Pequim dentro do sistema financeiro global. São centros financeiros internacionais que oferecem ativos financeiros, tais como ações e títulos públicos, denominados em RMB (*RMB Offshore Centers*). A minha hipótese é a de que os *RMBOffshore Centers* podem ser classificados como by-pass institucional, permitindo uma avaliação mais apurada dos movimentos estratégicos realizados pela China dentro do sistema financeiro internacional.

Palavras-Chave: China. *Renminbi. Yuan*. Finanças internacionais. *RMB Offshore Centers*.

Abstract

The paper's main objective is to contribute to studies on the internationalization of the Chinesecurrency, the *renminbi* (RMB), through a theory seldom used within International Relations, but adopted in the Law and Development area, which is the *International Institutional Bypass (institutional bypass)*. According to Prado and Hoffman (2017), institutional bypass resemblesthe deviations created by surgeons around an obstructed artery, using a new vein taken from another part of the patient's body. In the social sciences, this means that government authorities create institutions rather than reforming traditional ones. Through institutional bypass, governments form new institutions that, in practice, bypass the functions of institutions they consider dysfunctional. Afterwards, the "defective" institutions end up coexisting, complementing, or disappearing due to these newly created. I apply the institutional bypass theory to study a specific institutional phenomenon of the RMB internationalization process. These are institutional innovations built on Beijing's initiatives within the global financial system. They are offshore financial centers that offer financial assets, such as stocks and government bonds, denominated in RMB (RMB Offshore Centers). My hypothesis is that the RMB Offshore Centers can be classified as institutional bypass, allowing a more accurate assessment of the strategic moves made by China within the international financial system.

Keywords: China. *Renminbi. Yuan*. International finance. *RMB Offshore Centers*.

INTRODUÇÃO

Este artigo tem como objetivo principal contribuir com os estudos sobre o processo de internacionalização da moeda chinesa, o *renminbi* (RMB), por meio de um conceito ainda pouco conhecido no campo das Relações Internacionais, mas adotado na área de estudos conhecida como Direito e Desenvolvimento, isto é, o *International Institutional Bypass (by-pass institucional)*. De acordo com Prado (2011) e Prado e Hoffman (2017), *o by-pass institucional* assemelha-se aos desvios criados por cirurgiões ao redor de uma artéria obstruída, usando uma veia nova retirada de outra parte do corpo do paciente. De forma semelhante, ainda com base em Prado (2011) e Prado e Hoffman (2017), autoridades criam instituições ao invés de reformar aquelas tradicionais. Por intermédio do *by-pass institucional*, os governos formam novas instituições que, na prática, contornam as funções daquelas por eles consideradas disfuncionais. Após, essas instituições "defeituosas" acabam por conviver de forma paralela, complementar ou desaparecem em virtude daquelas recém-criadas.

No caso, o conceito do *by-pass institucional* é aplicado, notadamente, para entender um fenômeno institucional específico do processo de internacionalização do RMB. Os *centros financeiros offshore* em relação à China continental *(onshore)*, voltados à oferta de ativos financeiros[1] denominados em RMB *(RMB Offshore Centers)*. Trata-se de inovações institucionais dentro do sistema financeiro internacional,[2] constituídos sob a liderança de Pequim.

É importante ressaltar o ineditismo dessa estratégia por parte da China, pois não se trata de avaliar institucionalmente fenômenos já ocorridos dentro da história monetária. De

[1] Produtos financeiros, ativos financeiros ou simplesmente ativos, sejam eles denominados em dólares, em *renminbi* ou em qualquer outra moeda, serão considerados para os efeitos deste artigo: (i) ações negociadas ou não em bolsas de valores; (ii) títulos de dívida, pública e corporativa (bonds); (iii) financiamentos ou empréstimos; (iv) cotas de fundos de investimentos; (v) derivativos, tais como opções, contratos futuros e a termo e contratos de swap; e (vi) entre outros instrumentos financeiros negociáveis, seja em bolsas de valores ou não.

[2] Considera-se como sistema financeiro internacional – neste texto – a rede de instituições (leis, recomendações, acordos, regras formais e informais + organizações) que produz efeitos além das fronteiras políticas do estado-sede de determinado centro financeiro internacional, interdependentes e conectadas por sistemas de depósito, mensageria, de negociação e liquidação de recursos financeiros, títulos e valores mobiliários em geral, entre outros. Esse sistema é composto pelos mercados bancário, de câmbio, de derivativos, securitário, de ações, de títulos de dívida ou mercado de capitais em geral, bem como os respectivos agentes desses mercados, tais como as instituições financeiras e intermediários em geral (bancos e corretoras de valores mobiliários), *trusts*, fundos de investimentos, investidores pessoas físicas e institucionais (bancos, seguradoras e fundos de investimento), gestores e consultores financeiros e as companhias abertas ou fechadas, bancos de liquidação de transações financeiras *(clearings)* e de custódia ou de depósitos de títulos e valores mobiliários *(securities*).

acordo com a literatura de Economia Política Internacional, essa estratégia chinesa de liderar e constituir um mercado *offshore* para a sua moeda, é diferente daquelas anteriormente adotadas pelos Estados Unidos (anos 50 com os eurodólares), Alemanha (anos 60 e 70 com o marco alemão), Japão (anos 80 e 90 com o iene) e União Europeia (anos 2000 com o euro) (MEDHORA, 2019; SUBACCHI, 2017; PARADISE, 2016; SOHN, 2015; COHEN, 2015; 2014). Trata-se de um procedimento não usual e sem precedentes, pois o governo chinês procura deliberadamente, de forma ativa, desenvolver um mercado *offshore* para a sua moeda, enquanto mantém, simultaneamente, controles dos fluxos de capitais junto ao sistema financeiro doméstico (SUBACCHI, 2017; COHEN, 2015; 2014; PRASAD E YE, 2012; FRANKEL, 2012).

Esse citado ineditismo é materializado quando os *RMB Offshore Centers* exercem serviços e ofertam produtos denominados em *RMB* de forma semelhante a *outras instituições* que realizam atividades relacionadas, dando concretude à teoria do *by-pass institucional.* E quais seriam essas *outras instituições* consideradas ineficientes do ponto de vista chinês e que dão causa ao surgimento dos *RMB Offshore Centers*? Essas "outras instituições" seriam os *centros offshore* de produtos financeiros denominados em dólares, criados em meados dos anos 50 para difundir o uso de ativos emitidos na referida moeda estadunidense *(USD Offshore Centers – Exemplo: centro financeiro internacional de Londres).* Para implementar da forma mais rápida possível, o governo chinês tem atuado para que os *RMB Offshore Centers* também ofertassem produtos financeiros denominados em *renminbi*, diferentemente do mercado offshore com ativos em dólares, que foi desenvolvido e implementado majoritariamente pelas organizações e agentes privados desde o final dos anos 50, quando teve início o chamado mercado de eurodólares.

Em princípio questiona-se em que constitui, sob o ponto de vista institucional, essa estratégia chinesa em torno do surgimento dos *RMB Offshore Centers vis a vis* instituições e estruturas tradicionais que empreendem serviços equivalentes, os *USD Offshore Centers*. Dessa forma, a hipótese é a de que esse movimento estratégico praticado pela China nos mercados financeiros internacionais – mediante a criação dos *RMB OFCs* – configura-se em um *by-pass institucional*.

OFFSHORE CENTERS (OFCS) – O QUE SÃO?

Classificam *OFCs*, de forma similar, o FMI (2000) e o Global Financial Centre Index 32, de setembro de 2022 (GFCI-32). O FMI (2000) e o GFCI-32 classificam os *OFCs* em três categorias: Centros Financeiros Internacionais ou Globais *(Global Financial Centers - GFCs)*, Centros Financeiros Regionais *(Regional Financial Centers - RFCs)* e simplesmente "terceira-categoria" que, por sua vez, inclui países considerados, em sua maioria, *tax havens* de acordo com a OCDE,[3] denominados aqui simplesmente como Centros Financeiros Locais *(Local Financial Centers – LFCs)*.

GFCs seriam grandes centros internacionais com prestação de serviços financeiros de ampla diversidade, com mercados de capitais desenvolvidos, bolsas de valores, avançados sistemas de pagamentos e de liquidação física e financeira, inseridos em grandes economias domésticas, com mercados altamente líquidos, onde as fontes e usos de capital financeiro são diversos. Além disso, as estruturas regulatórias são adequadas para salvaguardar a integridade das relações entre principal-agente e as funções de supervisão de bancos e demais agentes do mercado, sejam residentes ou não residentes (exemplos: emissor e banco de investimento ou cotista e o gestor do fundo de investimento). *GFCs* clássicos são Londres, Nova York e Tóquio, mas atualmente também incluem Paris e Frankfurt.

GFCs como Londres e Nova York servem clientes e investidores de classe mundial. Esses centros não são apenas bancários, mas também dispõem de serviços financeiros concernentes ao mercado de capitais. Isso significa que o acesso a recursos financeiros não depende tão somente de financiamentos bancários, mas também de serviços e instrumentos capazes de absorver um crescente volume de valores mobiliários, tais como ações, recibos representativos de ações, títulos de dívida e derivativos. Londres, por exemplo, é composto por mercado de capitais, que inclui mercado de ações, mercado de títulos de dívida ou *bonds*, e mercado de derivativos, denominados em dólares, em *renminbi* ou em outras moedas, além de mercado interbancário e mercado de compra e venda de moedas (dólares, euros, ienes,

[3]Segundo a OCDE (2009), são considerados *tax havens* países ou jurisdições que apresentem as seguintes características: (i) zero ou tributo nominal sobre o lucro relevante dos serviços financeiros prestados; (ii) falta ou inexistência de trocas de informações com as autoridades reguladoras de outros países ou com organizações internacionais do sistema financeiro, tais como o FMI e o Banco Mundial; (iii) falta de transparência nos negócios financeiros realizados pelos bancos e intermediários; e (iv) inexistência de atividades financeiras substanciais, consideradas meros centros de papeis jurídicos, sedes para companhias de fachada e procuradores de instituições bancárias.

libra-esterlina, *renminbi*, franco suíço e outras moedas). Para prestar todos esses serviços, o *GFC* de Londres compreende um grande arco de instituições financeiras e agentes econômicos, isto é, bancos e fundos de investimento, fundos de *hedge*, companhias de seguros, fundos de pensões, empresas fiduciárias de investimento *(investment trusts)*, fundos de *private equity*, entre outros. (GFCI-32, 2022; Cassis e Wójcik, 2018; Palan et al, 2013; Clarke, 2008; FMI, 2000; Park, 1982).

A segunda categoria de *OFCs*, *RFCs*, é caracterizado por mercados financeiros desenvolvidos, bolsas de valores, infraestrutura de pagamentos e intermedia a entrada e a saída de recursos financeiros. No entanto, esses *OFCs* atendem majoritariamente as regiões onde estão localizados. Além disso, a principal característica que os diferem da primeira categoria, é o fato de que as economias dos países que sediam essas jurisdições são comparativamente menores quando confrontadas com as economias domésticas dos países que sediam os *GFCs*. Exemplos clássicos incluem Cingapura, Shenzhen, Dubai e Toronto. (GFCI-32, 2022; PALAN et al, 2013; FMI, 2000; PARK, 1982).

LFCs é um termo usado para *OFCs* localizados em países com economias proporcionalmente menores ao total do volume de recursos que circulam no *OFC* se comparados àquelas dos países em que estão sediados os *GFCs* e os *RFCs*. Além disso, *LFCs* provém serviços financeiros limitados, com leis e regras que facilitam operações ilícitas, com isenções tributárias ou apenas nominais. Além disso, são considerados apenas centros bancários, com limitada atividade na área de mercado de capitais. Nessa categoria encaixam-se os países considerados *tax havens*, de acordo com a OCDE (2009). (PALAN et al, 2013; OCDE, 2009; FMI, 2000; PARK, 1982).

Sendo assim, com base na categorização estabelecida pelo FMI (2000) e pelo GFCI-32 (2022), os *OFCs* podem ser utilizados, por parte de bancos, intermediários e investidores de forma legítima e por várias razões, tais como, aproveitar: (i) as isenções tributárias; (ii) as regulações prudenciais mais simples ou mais complexas; (iii) as formalidades mínimas na constituição de subsidiárias e empresas; (iv) a existência de leis e regras financeiras que protejam o investidor de más práticas comerciais, contábeis e de ilícitos financeiros em geral; (v) a proximidade com grandes economias ou economias que atraem grandes quantias de capitais financeiros; (vi) a reputação dos intermediários financeiros; (vii) a liberdade e a inexistência de controle de capitais, evitando restrições e medidas de controle de capital impostas por governos soberanos em seus territórios; (viii) os meios existentes para

salvaguardar seus ativos das oscilações do mercado internacional ou de litígios judiciais, por exemplo; (ix) a existência de profissionais qualificados e experts financeiros; (x) bolsas de valores com grande volume de negociações e liquidez para vender e adquirir valores mobiliários, entre outros (GFCI 2022; CASSIS; WÓJCIK, 2018; PALAN et al, 2013; CLARKE, 2008; FMI, 2000; e PARK, 1982). Por outro lado, os *OFCs*, tais como alguns *tax havens*, podem ser também utilizados para fins duvidosos, na medida em que um *OFC* permita transações financeiras ilícitas ou criminosas, o que foge do escopo desse artigo.

Em resumo, *OFC* é gênero, do qual *tax havens*, *GFCs* e *RFCs* são espécies. Assim, conforme exposto, *Offshore Financial Centers* não necessariamente são considerados sinônimos de *tax havens* ou *GFCs*, por exemplo. A definição mais ampla de *OFCs* inclui esses centros.

Os *GFCs* e *RFCs* compreendem uma infinidade de mercados (PALAN et al, 2013; CLARKE 2008; e PARK, 1982), sejam eles os mercados bancários (financiamentos e hipotecas) e de moedas, que se subdividem em outros, de dólares ou de *renminbi*, por exemplo. O mercado de capitais ou de valores mobiliários, também hospedados pelos *OFCs*, por outro lado, se subdivide em outros mercados, tais como os de títulos de dívida pública e privada, de ações e de derivativos que, por sua vez, podem ser denominados em dólares, ienes, euros, libras-esterlinas ou em *renminbi*.

Como atualmente não existem *RMB Offshore Financial Centers* localizados em países classificados como *tax havens*, de acordo com os fatores articulados pela OCDE (2009), para propósito desse artigo focaremos na análise de *RMB OFCs* que estejam localizados em *Global Financial Centers - GFCs*, notadamente Londres e *Regional Financial Centers - RFCs*, como, por exemplo, Cingapura.

A próxima seção abordará as origens e características dos *USD Offshore Financial Centers*. Após, seguimos com a definição e características dos *RMB OFCs*, instituições resultantes do *by-pass institucional* realizado pela China sobre os citados *USD Ofsshore Centers*. Dessa forma, passemos à compreensão dos *USD e RMB Offshore Financial Centers* que, assinalamos, são espécies de *OFCs*.

USD OFCS – ORIGENS, O QUE SÃO E QUAIS OS ELEMENTOS QUE OS CARACTERIZAM?

Em linhas gerais, *USD OFC* é um termo utilizado para descrever um *Offshore Financial Center (OFC)* na qual bancos e corretoras de valores da jurisdição em que o *OFC* está

localizado administram contas de depósitos em dólares, operam no mercado de câmbio de dólares, intermediam operações com produtos financeiros lastreados ou denominados em dólares e financiam operações comerciais liquidadas também com a moeda americana.

Podemos conceituar *Dólar Financial Offshore Center* ou *USD OFC*, como espécie de *OFC*, sediados em Centros Financeiros Globais e Regionais, composto por vários mercados, em que o dólar exerce as funções: (i) de reserva de valor, quando: a) o dólar denomina valores mobiliários listados ou não em bolsas de valores, tais como títulos de dívida pública e privada, ações e derivativos; e b) os dólares são mantidos nas contas de depósito administradas por bancos comerciais e os depositantes – residentes e não-residentes – recebem rendimentos em forma de juros; (ii) de meio de troca nos mercados de câmbio; e (iii) de unidade de medida ou de conta no faturamento e nas operações de financiamento e liquidação de exportações e importações relacionados ao comércio internacional.

Quanto ao aspecto histórico e de formação dos *USD OFCs* temos que eles têm início com o mercado de eurodólares, notadamente em Londres, no final dos anos 50. O *GFC* londrino passa a hospedar o principal centro de contas de depósito, mercados de câmbio, mercado de títulos de dívida e de financiamento em dólares *fora do alcance jurisdicional das autoridades estadunidenses e das fronteiras políticas dos Estados Unidos*, dando origem ao *USD OFC*. Como consequência, o dólar passa a exercer de forma majoritária nos mercados europeus as funções de reserva de valor, de meio de troca e de unidade de medida, conforme definição feita em parágrafo anterior.

Quanto às causas que deram origem ao mercado de eurodólares, denominados neste artigo de *USD OFCs*, elas são provenientes de uma combinação de fatores domésticos e externos em relação à Europa, particularmente ao Reino Unido. Decisões de política econômica tomadas pelas autoridades monetárias dos Estados Unidos e medidas tomadas pelo Ministério das Finanças do Reino Unido *(Chancellor of the Exchequer)* e pelo Banco da Inglaterra, estimularam movimentos por parte da iniciativa privada que resultaram no mercado de eurodólares, mesmo que talvez não previstos inicialmente pelos agentes estatais.

Nessa época, com o objetivo de restaurar a credibilidade da economia americana em razão do contínuo déficit da balança de pagamentos dos Estados Unidos e da queda nas reservas de ouro, o Banco Central *(Federal Reserve – Fed)* e o Departamento do Tesouro dos Estados Unidos *(US Treasury)* instituíram controles nos fluxos de entrada e saída de capitais

e na taxa de câmbio. (SCOTT e GELPERN, 2018; e FRANKEL, 2012; SCHENK, 1998). Além disso, sob a perspectiva regulatória, o Banco Central dos Estados Unidos (o *Federal Reserve*) aprovou o Regulamento Q, que restringiu o teto das taxas de juros que poderiam ser pagas às contas de depósitos abertas nos Estados Unidos por parte dos bancos domésticos.[4] Aliada ao controle do fluxo de capitais, essa medida, introduzida durante a grande depressão em 1930 para promover os investimentos internos, estimulou os detentores de dólares, incluindo aqueles residentes nos Estados Unidos, a transferirem seus recursos para contas de depósito administradas por bancos europeus, onde poderiam se beneficiar do pagamento de juros maiores.

Em resumo, essas regulações tornaram os bancos estadunidenses não competitivos num ambiente de juros altos praticados por outras jurisdições financeiras internacionais (SCOTT e GELPERN, 2018; FRANKEL, 2012). Visando contornar essas restrições, uma realocação dos negócios bancários, antes realizados a partir do território americano – *onshore* – teve início em Londres - *offshore*[5] (FRANKEL, 2012; SCHENK, 1998).

Esse deslocamento de dólares para as principais praças financeiras da Europa, notadamente Londres, aumentou a quantidade e, consequentemente, a liquidez da moeda estadunidense no mercado financeiro europeu. Esse montante mantido fora da jurisdição regulatória dos Estados Unidos serviu de base para o surgimento dos *USD OFCs*, localizados em diversos *GFCs* e *RFCs*, isto é, os mesmos que desde meados dos anos 2010, passaram a hospedar também os primeiros *RMB OFCs*.

RMB OFFSHORE CENTERS (RMB OFCS) – COMO PODEMOS CONCEITUÁ-LOS?

No processo de internacionalização da moeda chinesa, vislumbram-se duas rotas que se inter-relacionam e que foram implementadas pela China, visando expandir o uso

[4] Até julho de 1963, em virtude da Regulação Q nos Estados Unidos, as taxas de juros aplicáveis aos depósitos de 30 dias era – no máximo – de 1% e de 2/2% para os depósitos de 90 dias (SHENK, 1998).

[5] Do ponto de vista geográfico, a denominação *offshore* surge em contraposição à denominação *onshore*. No contexto das finanças internacionais significa que bancos e outros agentes econômicos em geral passam a estabelecer subsidiárias e a transferir dólares para outras jurisdições *(offshore)*, exemplo – Londres – que não estejam localizadas em território estadunidense *(onshore)*, notadamente com o objetivo de evitar a incidência regulatória e de leis provenientes do *Banco Central Americano (o Federal Reserve – Fed)* e do *Tesouro Americano (US Treasury)*.

internacional[6] da sua moeda nas transações comerciais e financeiras (SUBACCHI, 2017; COHEN, 2015). A primeira dá ênfase ao uso da moeda chinesa nas operações de exportação e importação de bens e serviços no comércio global, quando a moeda exerce o papel de unidade de conta e é utilizada para o faturamento de mercadorias e liquidação de operações.

A segunda rota toma o caminho do mercado financeiro internacional, em que a moeda exerce notadamente as suas três funções tradicionais (COHEN, 2015; e YONGDING, 2014), isto é: (i) de reserva de valor, quando a moeda: a) denomina ou lastreia valores mobiliários listados ou não em bolsas de valores, tais como títulos de dívida pública e privada, ações e derivativos; e b) é mantida em contas de depósito administradas por bancos comerciais e os depositantes – residentes ou não-residentes – recebem rendimentos em forma de juros; (ii) de meio de troca nos mercados de câmbio; e (iii) de unidade de conta ou medida, notadamente em operações de financiamento, faturamento e liquidação em operações comércio internacional.

Assim, por meio da implementação dos *RMB Offshore Centers*, o governo chinês procura deliberadamente desenvolver um *mercado offshore* para a sua moeda, enquanto mantém, simultaneamente, controles de fluxos de capitais junto ao sistema financeiro doméstico. Conforme posto, a forma como essa estratégia tem sido conduzida por Pequim não possui precedentes históricos (SUBACCHI, 2017; COHEN, 2015; 2014; PRASAD e YE, 2012; FRANKEL, 2012). Em suma, de acordo com a literatura, as autoridades chinesas desenharam uma solução original ao permitir que ativos financeiros denominados em RMB sejam negociados fora da jurisdição regulatória chinesa com regras próprias de outros centros financeiros (tais como Nova York, Londres e Tóquio), ao mesmo tempo em que preserva o controle doméstico sobre os movimentos de capitais e sobre a taxa de câmbio.

Yin-Wong (2014) ao tratar do *RMB Offshore Center*, o descreve como um mercado especializado em operações financeiras com ativos ou produtos denominados em uma

[6] Tendo como base uma definição funcionalista – e econômica – Cohen (1971) aponta que uma moeda se torna internacional quando são exercidas as suas três funções clássicas para além das fronteiras políticas do país emissor. Portanto, ela deve exercer os papeis de: (i) unidade de conta; (ii) reserva de valor; e (iii) meio de troca. Essas funções são geralmente exercidas tanto por indivíduos, instituições e empresas privadas, quanto por agentes públicos – tais como o Banco Central e o Tesouro – empresas públicas e pelo governo de outro Estado. A proposta funcionalista leva à hierarquização das moedas, de acordo com as funções por elas exercidas no sistema monetário internacional, tendo aquelas que exercem apenas uma ou duas das funções descritas, como aquelas que exercem as três funções clássicas, como o dólar (COHEN, 2010).

moeda que, por sua vez, não é emitida pelo país que sedia o respectivo centro financeiro. Concordamos com essa definição, embora, diante das definições sobre *OFCs* e *USD OFCs* avaliadas nos parágrafos acima, entendemos que ela carece de mais elementos definidores sobre o que se entende por *RMB Offshore Center*.

Dessa forma, de um ponto de vista mais dogmático, e com base na definição de *USD OFC* dada acima, conceituamos os *RMB Offshore Centers* ou *RMB OFCs* da mesma forma, isto é, como espécie de *OFC*, sediados em Centros Financeiros Globais e Regionais (exemplos: Londres, Nova York ou Cingapura), composto por vários mercados, em que o *renminbi* e não o dólar – neste caso - exerce as funções: (i) de reserva de valor, quando o *renminbi*: a) denomina valores mobiliários listados ou não em bolsas de valores, tais como títulos de dívida pública e privada, ações e derivativos; e b) é mantido nas contas de depósito administradas por bancos comerciais e os depositantes – na sua maioria não-residentes – recebem rendimentos em forma de juros; (ii) de meio de troca nos mercados de câmbio; e (iii) de unidade de medida nas operações de financiamento do comércio internacional. Esses mercados – constituintes dos *RMB OFCs* – ainda integram agentes públicos, tais como prefeituras, as comissões de regulação e supervisão dos mercados de capitais, os bancos centrais, bancos comerciais e de investimento, corretoras de valores mobiliários, gestores, investidores, bolsas de valores, escritórios de advocacia, de contabilidade e consultorias. Todos vinculados por leis emitidas pelo país que abriga os *RMB OFCs*, recomendações internacionais provenientes do Comitê da Basiléia, da Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO), entre outras, regulamentos de listagem e negociação de valores mobiliários e de liquidação de operações financeiras, padrões formais e informais éticos, memorandos de entendimento e cooperação entre agências reguladoras e supervisoras dos mercados bancários e de capitais, e d) regras formais e informais de convivência e de prática bancária, corretagem e gestão de investimentos de investidores residentes e não-residentes.

Principais diferenças entre os *RMB Offshore Centers* e os *USD Offshore Centers*

Quando comparados, os *RMB Offshore Centers* diferem dos *USD Offshore Centers* em relação à sua formação e gênese. Os *mercados offshore de produtos financeiros denominados em dólares* foram criados no final dos anos 50 para difundir o uso de ativos financeiros denominados em dólar. Enquanto o eurodólar foi majoritariamente implementado e

conduzido pela iniciativa privada, com a ajuda – em princípio não-intencional – das autoridades estadunidenses e inglesas, isto é, pelos agentes do mercado financeiro, corretoras de valores, bancos de investimento, fundos e investidores, os *centros offshore* de negociação de produtos denominados em *renminbi* são majoritariamente resultados da atuação estatal, em outras palavras, da política governamental da China em direção à internacionalização de sua moeda (SUBACCHI e HUANG, 2012). Os *RMB OFCs* têm a sua origem em Hong Kong em meados de 2004, como resultado da intenção de Pequim em testar e desenvolver mercados *offshore* para promover a moeda chinesa.

Sendo o principal "portão" de entrada para negócios e atividades financeiras junto à China continental, Hong Kong serviu e ainda é base de testes para a promoção internacional da moeda chinesa, especialmente pelo fato de que é parte da China (um país, dois sistemas), mas com estruturas administrativas e regulatórias separadas. Além disso, Hong Kong é um dos mais desenvolvidos centros financeiros do mundo, contando com mercados bancários, de seguros, e de capitais sofisticados, com regras que permitem o livre fluxo de capitais denominados em *renminbi*. (GFCI, 2022; SUBACCHI, 2017; COHEN, 2015; YIN-WONG, 2014; YONGDING, 2014).

Por meio de Hong Kong, o partido chinês conseguiu desenhar medidas específicas para controlar e administrar o processo de internacionalização da moeda chinesa, mantendo os mercados *onshore (China continental)* e *offshore* separados, mas dentro do mesmo país. Isso permitiu e ainda possibilita as atividades de supervisão e monitoramento dos fluxos de capitais externos, evitando um repentino e grande influxo de capitais que poderia desestabilizar os mercados financeiros domésticos (SUBACCHI, 2017; YIN-WONG, 2014;). Assim, a criação de um *RMB OFC* em Hong Kong resolveu um importante desafio da internacionalização do *renminbi:* fazer com que investidores internacionais ficassem interessados em possuir a moeda chinesa ou investirem em ativos financeiros denominados em *renminbi* sem que para isso seja necessário abrir a mão do controle do fluxo de entrada e saída de capitais da China.[7]

[7]É importante salientar que não queremos afirmar assim que basta criar *centros offshore* para consolidar - com sucesso - a internacionalização do *renminbi*. Outros fatores, ainda debatidos entre economistas e internacionalistas, é o fato de que a moeda chinesa ainda não é totalmente conversível, repelindo grande parte dos investidores e emissores internacionais. No entanto, trata-se de discussão igualmente fora do escopo deste

Assim, desde 2004, Hong Kong vem se destacando como o principal *RMB OFC* para as operações bancárias e de mercado de capitais com lastro na moeda chinesa, expandindo de operações de depósitos pessoais para a emissão e listagem de títulos de dívida pública e privada, ações e recibos de ações, derivativos, quotas de fundos de investimento, e concessão de créditos em RMB (SWIFT, 2023; GFCI, 2022; SUBACCHI, 2017; YIN-WONG, 2014; HUNG-GAY e JOT, 2012). Em julho de 2007, o Banco de Desenvolvimento da China emitiu o primeiro título de dívida denominado em RMB na bolsa de valores de Hong Kong destinado a investidores não-residentes, conhecidos como *dim-sum bonds*[8]. (HUNG-GAY e JOT, 2012).

Walsh e Weir (2015) apontam ainda três outras características exclusivas e necessárias que os *RMB Offshore Centers* possuem, diferentemente dos *USD Offshore Centers* e que – do ponto de vista da China – constituem um arranjo contratual diferenciado para a formação do *RMB OFC* e que não se verifica na formação dos *USD OFCs*. O primeiro é o contrato de *swap cambial* celebrado entre os bancos centrais da China e do país parceiro, visando dar liquidez – em *renminbi* – ao mercado doméstico do país para estimular a liquidação, na moeda chinesa, das transações comerciais com a China. Ainda, esses *contratos de swap* propostos pela China também visam fomentar transações nos mercados de comércio internacional e financeiro como, por exemplo, compra e venda de moedas, depósitos, empréstimos e títulos de dívida denominados em *renminbi*.

A segunda característica do *RMB OFC* é a indicação de um banco estatal chinês (exemplo: *China Construction Bank - CCB*) autorizado a operar no mercado cambial no país-sede do *RMB OFC* (exemplo: Reino Unido – Londres) para atuar como um banco de compensações e de liquidação de operações comerciais ou financeiras *(Clearing Bank)*. Ainda, um dos objetivos complementares desse banco é o de atuar como provedor de moeda chinesa, evitando a sua escassez e promovendo a sua liquidez em determinado centro financeiro internacional. Assim, quando procedimentos e requisitos técnicos entre os bancos centrais do país-sede e do Banco Central da China são atendidos, o sistema de pagamentos

artigo, que procura mostrar um conceito teórico que – acreditamos – amplia a capacidade de análise das estratégias chinesas no âmbito do mercado financeiro global.

[8] *Dim sum bond* é uma gíria para títulos denominados em *renminbi* e emitidos em Hong Kong. Os títulos *dim sum* são atraentes para investidores estrangeiros que desejam exposição a ativos denominados em *renminbi*, mas são restringidos pelas regras de controles de capital da China em títulos de dívida domésticos chineses.

do país-sede passa a ter acesso direto aos sistemas de pagamento doméstico e transfronteiriço da China. Em termos práticos é possível realizar, no país-sede do *RMB OFC* (seja Reino Unido, França, Estados Unidos ou Brasil, por exemplo), operações envolvendo a moeda do país-sede e o *renminbi* sem a utilização de moedas intermediárias, eliminando a necessidade de uma conversão preliminar para o dólar americano nas exportações e nas operações financeiras e de capitais, por exemplo. Os possíveis benefícios de arranjos operacionais desse porte são: (i) o aumento da liquidez local de *RMB*; (ii) a manutenção de reservas cambiais em *renminbi* no país-sede; (iii) a redução de intermediários nos pagamentos internacionais; e (iv) a aproximação do sistema de pagamentos local ao chinês, com o aumento da eficiência operacional em termos de redução de custo e tempo. Essa estratégia também facilita a internacionalização dos bancos estatais chineses, veículos importantes no projeto de internacionalização do *renminbi*.

A terceira característica do *RMB OFC*, que não existe no *USD OFC*, o programa de concessão de quotas de investimentos, denominado *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor (RQFII)*, conforme denominação oficial e como ele é conhecido internacionalmente. Trata-se de um programa coordenado conjuntamente pela Comissão de Valores Mobiliários da China *(CSRC),* que permite, aos investidores internacionais licenciados, acesso às bolsas de valores da China continental. O valor da quota determina o volume financeiro e, consequentemente, a quantidade de operações permitidas aos investidores não-residentes em relação à China Continental. Por exemplo, no caso específico envolvendo investidores que operam por meio do *GFC londrino*, o *CSRC*, em 2013, anunciou uma cota de RMB 80 bilhões para investidores do Reino Unido investirem nas bolsas de valores chineses, notadamente, em ações e títulos de dívida listados nas bolsas de Shanghai e Shenzhen. Embora, diversas etapas burocráticas relativas ao programa *RQFII* tenham sido eliminadas ou com mudanças no nome do *RQFII*, fato é que essas medidas revelam uma necessidade sem precedentes de controle e monitoramento monetário por parte das autoridades chinesas.

Nos *RMB Offshore Centers*, os investidores não-residentes têm acesso à moeda chinesa e aos instrumentos financeiros típicos do mercado de capitais, tais como ações, títulos de dívida e derivativos, sejam eles listados em bolsa ou balcão. A título de exemplo, um aspecto interessante do *RMB Offshore Center* de Londres é o produto conhecido como *Shanghai-London Stock Connect*. Em outubro de 2018, as autoridades regulatórias dos

mercados de capitais da China e do Reino Unido celebraram um Memorando de Entendimento, visando a listagem – na bolsa de Londres – de recibos representativos de ações negociadas na bolsa de Shanghai e vice-versa (LSEG, 2021). Esse produto permite que investidores globais se beneficiem do crescimento da China através da Bolsa de Londres, acessando recibos representativos de ações de empresas listadas na Bolsa de Shanghai e denominadas em *renminbi*.

Quanto aos ativos financeiros denominados em *renminbi* e negociados nos *RMB Offshore Centers*, destacamos os títulos de dívida emitidos por corporações e instituições financeiras internacionais, bem como instituições governamentais. Esses títulos são conhecidos no mercado internacional como *dim sum bonds* e *green dim sum bonds*, sendo esses últimos destinados a financiarem projetos verdes de infraestrutura localizados nos países da Iniciativa Cinturão e Rota[9] (*Belt and Road Initiative*), tais como fontes de energia solar e eólica.

O mercado de *dim sum bonds* ultrapassou em 2019 o valor de RMB 560 bilhões (Tu et al., 2019). Por exemplo, títulos *dim sum* que foram emitidos nos *RMB Offshore Centers* de Taipei e de Cingapura ultrapassaram RMB 1 trilhão (TU et al., 2019). Com base em relatório do FMI (2019), podemos entender que as emissões de *dim sum bonds* a partir de diversos *RMB Offshore Centers*, como por exemplo, Cingapura e Londres, exemplificam a necessidade de levantamento de recursos financeiros em moeda que não seja o dólar e que sustentem negócios e investimentos, tanto na China continental como em outros locais, tais como os países da Iniciativa Cinturão e Rota, diversificando as fontes de financiamento.

Em abril de 2019, o Banco Industrial e Comercial da China (ICBC) emitiu um *green bond* em diferentes moedas, sendo listado e vendido por meio da bolsa de valores de Cingapura, *RMB Offshore Center de Cingapura*, em três parcelas *(tranches)*, respectivamente em dólar estadunidense, em euro e em *renminbi*. O *green dim sum bond* em moeda chinesa equivalia a RMB 1 bilhão, com pagamento de juros de 3,3% e com vencimento em 2022 (NordSIP, 2019). O valor captado seria investido nos países da Iniciativa Cinturão e Rota, com destaque para projetos em energia renovável e transportes com baixa emissão de carbono (NordSIP, 2019).

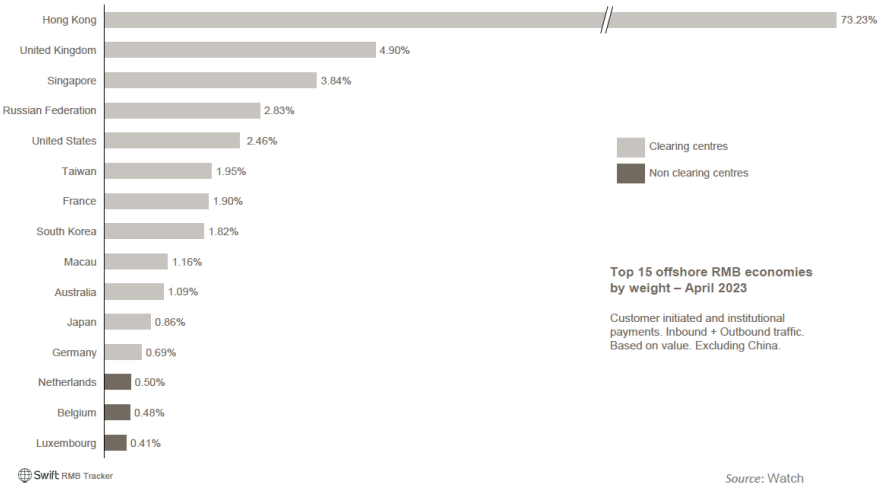
[9] Exemplos: Cazaquistão, Paquistão, Cingapura, Malásia, Hungria, entre outros.

Os *RMB Offshore Centers*, tais como os de Hong Kong, Londres, Cingapura, entre outros, estão se posicionando como canais de levantamento de recursos financeiros para os projetos de infraestrutura, inclusive aqueles que adotarem tecnologias limpas. Empréstimos por meio da emissão de *green dim sum bonds* para projetos considerados verdes com baixa emissão de carbono e sustentáveis podem se tornar constantes e uma boa opção de diversificação de fontes de recursos para os projetos da Iniciativa Cinturão e Rota.

Essas características atraem investidores estrangeiros de todos os matizes, estimulando a negociação de produtos denominados em *renminbi*, sendo, consequentemente, uma determinante econômica chave para a internacionalização da moeda chinesa (YIN-WONG, 2014; SUBACCHI; HUANG, 2012; HELLEINER, 2008).

Finalmente, para ilustrar os conceitos e avaliações acima, segue abaixo a figura 01, mostrando os 15 (quinze) maiores *RMB Offshore Centers* dentro do mercado financeiro internacional. Observa-se que há uma grande concentração de centros na Ásia e na Europa, embora possam ser encontrados *RMB Offshore Centers* em Dubai e em Toronto.

Figura 01 – Os 15 maiores RMB *Offshore Centers* – Abril/2023



Fonte: (SWFIT, maio. 2023).

A PERSPECTIVA INSTITUCIONAL – O QUE SE ENTENDE POR INSTITUIÇÃO?

Sob a ótica institucional, questiona-se se é possível definir os *RMB Offshore Centers* como instituições. Entendemos que sim, desde que instituições sejam definidas como sendo a soma de: (i) as "regras do jogo", sejam elas formais ou informais (HODGSON, 2006; NORTH, 1990; KEOHANE, 1989; 1988): e (ii) as organizações (HODGSON, 2006 e KEOHANE, 1989; 1988). Vejamos.

Hodgson (2006), define instituições como um sistema de regras estabelecidas e prevalentes que estruturam as relações sociais. Assim, Hodgson (2006), com base na definição dada, cita como exemplos de instituições as regras de linguagem, o dinheiro, as leis em geral, as regras e regulamentos, os sistemas de pesos e medidas, regras de etiqueta, as convenções sociais, os costumes e, inclusive, organizações. Essas, por sua vez, são um tipo especial de instituição que envolve: (i) critérios para estabelecer suas fronteiras e para distinguir membros e não-membros; (ii) princípios de soberania com relação a quem está no comando; e (iii) cadeias de comando que delineiam responsabilidades dentro da organização.

Quando perguntamos se X é uma instituição, perguntamos se podemos identificar conjuntos persistentes de regras que restringem a atividade de pessoas físicas ou jurídicas, moldam as expectativas dessas pessoas e prescrevem papéis a elas. Nas Relações Internacionais, algumas dessas instituições são organizações formais, com hierarquias prescritas e capacidade de ação intencional. Outros, como os regimes internacionais de dinheiro e comércio, são complexos institucionais, compostos por regras e organizações, cujos elementos centrais foram negociados e explicitamente acordados pelos Estados. (KEOHANE, 1989; 1988).

Lowndes e Roberts (2013) esclarecem que instituição é um termo com múltiplas faces e que é utilizado para se referir a fenômenos sociais em diferentes níveis – códigos informais de conduta, contratos escritos e organizações complexas. Eles complementam, expondo que instituições existem em todas as esferas de nossas vidas, a social, a econômica e a política. Casamentos, mercados e mesquitas podem ser todos considerados instituições. Conforme Peters (2019), as instituições são responsáveis por disponibilizarem interações padronizadas e previsíveis. Krasner (1982) define instituição como um conjunto de princípios, normas, regras e procedimentos de tomada de decisão explícitos ou implícitos em torno dos quais as expectativas dos atores convergem em uma determinada área. Assim sendo, com base nessas definições, entendemos que os mercados, assim como os *centros offshore*, não existem em um estado de natureza ou num limbo. Pelo contrário, surgem de uma base regulatória, contratual, com regras formais e informais e costumes culturais, bem como da atuação de organizações como as comissões de valores mobiliários, os bancos centrais e as bolsas de valores, e, finalmente, das vontades políticas dos respectivos Estados-sede desses *centros offshore* e, no caso dos *RMB Offshore Centers*, com fundamento nos acordos e nos entendimentos políticos entre Pequim e os demais países-sede desses centros. Afinal,

conforme Morgan (2010), tem de haver regras sociais e institucionais que sustentem as trocas financeiras e de ativos entre as diversas partes.

Pelas descrições e análises observamos que instituições podem abarcar uma concepção ampla, contemplando regras e organizações como sinônimos de instituições.

É possível ressaltar ainda pontos em comum em todas as definições. Entre elas, há a ideia comum de que as relações humanas ou entre Estados, organizações, entre atores não-estatais, ou entre esses e Estados, considerando-os ou não instituições, podem ser avaliados a partir de um ponto de vista estruturado com relativa estabilidade, permanência ou durabilidade. Outra consideração é a existência de regras, sejam elas formais ou informais. Essas, independentemente do tipo adotado de instituição, são invariavelmente definidas como instituições, visto que estruturam e dão previsibilidade para as relações. Também, observamos que as organizações, quando avaliadas como instituições, levam em conta o fato de que elas são construções jurídicas por meio de Estatutos Sociais, fundamentadas num complexo de contratos e convenções – formais ou informais – ou ainda fóruns de negociação ou discussão, em que regras procedimentais e costumes negociais balizam as discussões e negociações entre indivíduos, investidores ou entre outras organizações e os Estados ou tão somente entre esses.

Dadas essas considerações e análises sobre o que se compreende como instituição, concluímos que elas fornecem estruturas teóricas que propiciam um entendimento mais apurado da realidade social e, que por definição, em sentido amplo, temos que instituições são sinônimos de regras, sejam elas formais ou informais, e organizações.

Seguimos então para a aplicação desses conceitos para entender os *USD* e *RMB OFCs* do ponto de vista institucional.

USD E RMB OFSSHORE CENTERS DEFINIDOS COMO INSTITUIÇÕES

Do ponto de vista da China, os *USD* e *RMB OFCs* podem ser considerados *complexos institucionais* com base em Keohane (1988; 1989), por exemplo. Complexos institucionais são definidos aqui como um conjunto de regras formais, informais e organizações, todos somados e constituídos como uma única instituição do ponto de vista externo da China. Dada a definição, os centros offshore ora em análise, são constituídos de regras formais e informais (exemplos: memorandos de entendimento entre o Banco Central da China e o Banco Central do país que abriga o respectivo *RMB OFC*, contratos de derivativos, entre outros), além de

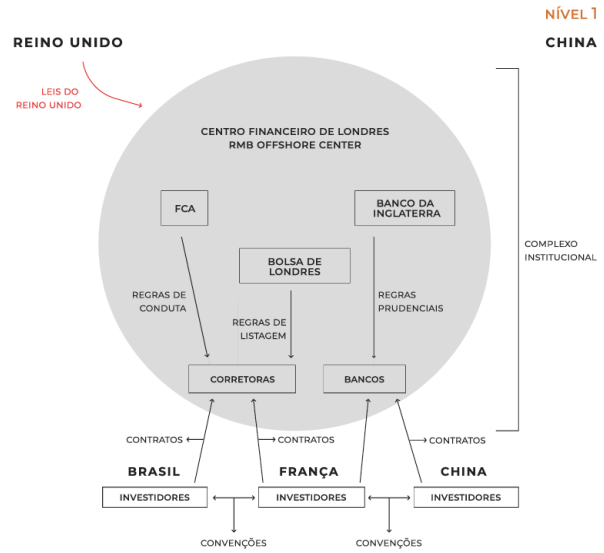
diversas organizações (também consideradas instituições), tais como Banco Central, Comissões de Valores Mobiliários, Bolsas de Valores, corretoras, Poder Judiciário, Bancos de Investimento, entre outros.

Há, em síntese, um conglomerado ou complexo institucional em que "organizações" e "regras do jogo" funcionam como uma única instituição da mesma forma em que o sistema da Organização das Nações Unidas (ONU) seria considerada uma instituição no plano internacional, uma vez que é composta por diversos tratados, acordos, regulamentos e recomendações, bem como por diversas organizações que compõem o chamado sistema ONU (exemplos de organizações que pertencem ao sistema ONU: Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento – UNCTAD e Organização das Nações Unidas para a Alimentação e a Agricultura – FAO). Tendo isso em vista, não faz sentido sob a perspectiva analítica do *by-pass institucional* fragmentar esse arranjo institucional em "organizações" e "regras do jogo". Pelo contrário, entendemos que sob a perspectiva chinesa, o fenômeno ora estudado se apresenta como um complexo institucional dentro de uma determinada jurisdição, seja o centro financeiro internacional de Tóquio ou de Londres.

Dessa forma, entendemos que os *RMB Offshore Centers* e os *USD Offshore Centers* podem ser definidos como instituições, inclusive porque se encaixam nas definições básicas aqui colocadas. Sob análise das Relações Internacionais, particularmente sob a ótica chinesa, os *USD* e *RMB OFCs* são arranjos institucionais multiformes que englobam tanto regras como organizações. Por isso, podem ser concebidas como complexos institucionais, ou seja, elas podem ser tratadas como uma única instituição. No caso, o *RMB OFC*, complexo institucional paralelo e resultado do *by-pass institucional* que se contrapõe a outro complexo institucional, o *USD OFC*, conhecido como instituição dominante sob o aspecto do *by-pass institucional*. O que está em análise é o conjunto dessas "regras do jogo" e "organizações", como uma unidade e, portanto, como instituição ou complexo institucional, conforme tratado neste artigo. Além disso, esses centros dispõem de procedimentos de tomadas de decisão explícitos e implícitos em torno dos quais as expectativas dos atores – agentes econômicos (bancos, fundos, corretoras, gestores financeiros) – convergem com interações padronizadas e previsíveis, tais como a listagem de ações em bolsas de valores e a negociação de títulos de dívida corporativa, governamental ou soberana igualmente listados em bolsas de valores.

Abaixo a figura 01 ilustra o conceito *RMB Offshore Center*, definido como complexo institucional ou, para os estudos voltados ao *by-pass institucional* realizado por Pequim, como instituição.

Figura 01 – *RMB Offshore Center* localizado no Centro Financeiro Internacional de Londres sob a perspectiva do estado chinês



Fonte: elaboração do autor.

RMB OFFSHORE CENTERS E O *BY-PASS* INSTITUCIONAL

Prado (2011) e Prado e Hoffman (2017) explicam que o *international institutional by-pass* é um contorno institucional, em que se cria uma nova instituição que não altera as características da instituição existente. Trata-se do estabelecimento de uma instituição separada (*RMB OFCs)* que opera em paralelo com a instituição disfuncional *(USD OFCs)* que, no caso ora apresentado neste artigo, é disfuncional do ponto de vista dos interesses político-econômicos da China.[10] Enquanto reformas nessas instituições requerem o engajamento dos políticos em processos de negociações com aqueles que resistem às mudanças do *status quo*, o *by-pass* permite aos políticos reformadores a possibilidade de evitar, por exemplo, o envolvimento direto em complexas negociações. Isto acontece porque o *by-pass institucional* não modifica as instituições existentes. Por outro lado, se as reformas visassem as

[10] No caso em estudo, as instituições disfuncionais seriam os *USD Offshore Centers*, pois até 2004, quando surgiram os primeiros produtos financeiros denominados em RMB listados na bolsa de valores de Hong Kong, entre ações e títulos públicos, os ativos disponibilizados nos centros financeiros internacionais eram notadamente denominados em dólares, entre outras moedas, mas não em *renminbi*.

instituições constituídas, em contraste, certos atores políticos teriam incentivos consideráveis para se oporem e resistirem a qualquer mudança. (PRADO, 2011; PRADO e HOFFMAN, 2017). Entre esses incentivos, podemos destacar as dificuldades, durante o processo de negociação, que podem ser criadas por aqueles que desejam manter o funcionamento da instituição considerada ineficaz, às vezes em razão de interesses próprios ou de determinado país, como seria no caso dos Estados Unidos que não possui qualquer interesse, pelo contrário, na criação de produtos financeiros denominados em *RMB* e que sejam disponibilizados e listados nas bolsas de valores dos centros financeiros internacionais do ocidente, como Londres e Nova York.

Um importante exemplo para ilustrar a teoria acima e que pode ser encontrado no âmbito do sistema financeiro internacional, é a carência de representatividade política da China e dos demais países emergentes (exemplos: Brasil, Índia, Tailândia, Malásia, África do Sul, entre outros) junto ao FMI. Em 2011, a percentagem de quotas de votos/representatividade dos países avançados (Estados Unidos, França, Alemanha, Reino Unido, entre outros) junto ao conselho do FMI, por exemplo, era de 60% contra 40% de quotas das economias emergentes (Brasil, China, Índia, entre outros), tendo a China sozinha menos do que 6% das quotas de representação política. (Momani, 2015).

Após diversas tentativas diplomáticas junto ao FMI e ao Congresso dos Estados Unidos, as autoridades chinesas não obtiveram êxito em obter o aumento de quotas e a consequente representatividade política no conselho (Yi, 2019; Helleiner e Momani, 2014; Momani, 2015). De acordo com o Presidente do Banco do Povo da China, Yi Gang (Xinhuanet, 2022), "Pequim estava profundamente desapontada" com a última revisão de percentagens de quotas aprovada pelo FMI, pois essa não representava um alinhamento satisfatório de representatividade da China e dos demais países emergentes junto à instituição.

Assim, particularmente pelos motivos acima, entre outros, tais como a perda de competência por parte do FMI para acomodar as necessidades de desenvolvimento econômico e financeiro internacional dos países do Sudeste Asiático, como, por exemplo, no caso do tratamento dado pelo FMI aos países asiáticos durante a crise cambial no final dos anos 1990, novas instituições paralelas no âmbito do contingenciamento monetário foram criadas. Medhora (2019) cita os arranjos monetários regionais como *by-pass institucionais* ao FMI – conforme definição de Prado (2011), Prado e Hoffman (2017) e Prado e Trebilcock (2019). Entre eles destacam-se *a Chiang Mai Initiative* e o Arranjo de Reservas Monetárias

Contingenciais dos BRICS ou CRA.[11] Ambos os arranjos têm como objetivo prestar serviços similares àqueles prestados pelo FMI, notadamente mitigar eventual falta de liquidez monetária nos mercados financeiros asiáticos e para suprir a deficiência de representatividade dos países emergentes, entre eles a China, a Índia, o Brasil e a África do Sul junto ao FMI. (YI, 2019; HE, 2016; LIAO, 2015; FERDINAND e WANG, 2013). Criam-se instituições paralelas à instituição dominante (FMI), consideradas disfuncionais do ponto de vista chinês, demais países asiáticos e dos BRICS.

Além disso, com o objetivo de distinguir o novo modelo teórico institucional dos demais, Prado (2011), Prado e Hoffman (2017) sistematizaram seis qualidades inerentes ao *by-pass institucional*, são elas:

(i) o novo instituto não elimina e nem substitui a instituição dominante ou as suas funções; e

(ii) cria-se uma opção institucional alternativa, por meio da qual os usuários podem se beneficiar, dispensando as funções ou serviços disponibilizados pela instituição dominante.

Com relação aos itens (i) e (ii), de fato, os *RMB Offshore Cen*ters não eliminam a oferta de produtos financeiros em dólares nos centros financeiros internacionais. Pelo contrário, eles ofertam novos produtos em moeda chinesa, tais como títulos de dívida pública denominados em *renminbi* listados em bolsas de valores. Há uma coexistência competitiva em que a oferta por determinado produto denominado em dólar, euro, ou *renminbi*, é determinada pela demanda e necessidade dos investidores internacionais. Além disso, como exemplo, temos o *RMB OFC* de Londres, em que diversas instituições financeiras chinesas passaram a emitir títulos de dívida denominados em RMB após a instalação do centro offshore. Por exemplo, em 2014, o Banco de Desenvolvimento da China (CDB) emitiu e listou na bolsa de valores de Londres, um título de dívida pública denominado em *renminbi*, no valor de RMB 2 bilhões, com vencimento para 2024 (LSE, 2014). Caso o *RMB OFC* não existisse, o

[11] A *Iniciativa Chiang Mai* foi o primeiro arranjo regional composto por acordos de troca de moedas, instituído em 2000 sob a liderança do Banco Asiático de Desenvolvimento composto por 13 membros, entre eles China, Japão, Coreia do Sul e os países da ASEAN (Brunei, Camboja, Indonésia, Laos, Malásia, Mianmar, Filipinas, Cingapura, Tailândia e Vietnã). (MEDHORA, 2019). A *Chiang Mai* foi criada após a crise cambial que atingiu os países asiáticos em 1998-99. Em 2014, os países do BRICS estabeleceram o Arranjo de Contingenciamento de Reservas, propositadamente para compensar as frustrações desses países em virtude da não materialização das reformas de representatividade política junto ao conselho do FMI. (WÜRDEMANN, 2018).

CDB, bem como outras instituições chinesas, não teria a opção de emitir títulos de dívida em condições mais favoráveis na moeda chinesa em um centro financeiro internacional que atrai grande quantidade de investidores capitalizados, com regras flexíveis sobre o controle de fluxos de capitais e com uma sofisticada legislação na área de mercado de capitais.

(iii) A instituição constituída tem pelo menos uma característica que a distingue da instituição principal, cujo objetivo é solucionar a disfunção constatada ou responder às necessidades dos Estados que a criaram.

Em relação ao item (iii), a particularidade crítica existente entre os *RMB Offshore Centers* e os *USD Offshore Centers* é a denominação das moedas com que os ativos financeiros são ofertados. Esse é um dos diferenciais que justifica os esforços políticos dos governos da China e de outros países parceiros para a oferta de um mercado de negociação de produtos financeiros denominados em *renminbi*. Ativos designados em dólares são ofertados pelos centros financeiros internacionais ou *USD Offshore Centers* desde meados do século XX. O primeiro título de dívida *(bond)* denominado em dólares foi emitido em 1953 na Bolsa de Valores de Luxemburgo, sendo o Banco Mundial o emissor (Bolsa de Luxemburgo, 2023). Por outro lado, o primeiro *bond* denominado em *renminbi* listado em um centro financeiro *offshore* foi concretizado em 2007 pelo Banco de Desenvolvimento da China, mediante a listagem de títulos de dívida na bolsa de valores de Hong Kong. Em suma, além de disponibilizar serviços voltados a ativos financeiros em dólares, atuando como *USD Offshore Center*, centros financeiros, tais como os de Luxemburgo, Londres, Cingapura, Nova York e Hong Kong, também asseguram investimentos em ativos denominados na moeda chinesa *(RMB Offshore Centers)*. Outros aspectos que diferenciam os *RMB OFCs* em relação aos *USD OFCs*, conforme demonstrado nos parágrafos anteriores, são aqueles apontados por Walsh e Weir (2015), tais como contratos de swap, designação de banco Clearing e quotas específicas para investidores institucionais, tais como o RQFII, são características que distinguem a formação de um *RMB OFC* de um *USD OFC*.

(iv) a nova instituição produz efeitos no mesmo regime político-econômico ou ordem legal em que a instituição dominante atua, seja doméstico ou internacional.

Constatamos efeitos jurídicos no regime político-econômico do país-sede que hospeda o *RMB OFC*. Esses efeitos se encaixam na teoria do *Transnational Legal Order – TLO* (Shaffer, 2016), em que simultaneamente ocorrem efeitos legais em níveis categorizados nas relações privado-estatal, privado-privado e entre estados (estado-estado). Citamos, por

exemplo, a emissão e listagem de *bonds* denominados em *renminbi* nos diversos centros financeiros internacionais que abrigam os *RMB OFCs*. Em virtude dessas emissões há efeitos vinculativos – do ponto de vista contratual – entre investidores que operam em determinado centro offshore e os emissores dos *bonds* listados na bolsa de valores desse centro. Essa listagem pode produzir efeitos jurídicos entre um emissor estatal (exemplo: o Banco de Desenvolvimento da China - CDB) e um investidor privado (exemplo: um fundo de investimento privado), tendo como origem desses efeitos as mesmas leis e regras do centro financeiro internacional que abriga ambos – *USD* e *RMB OFCs*. Outro exemplo que podemos citar são os efeitos legais produzidos no país-sede do *RMB OFC* em virtude da assinatura de memorandos de entendimento entre os respectivos bancos centrais dos países-sede e da China (entre órgãos governamentais de dois estados – estado-estado), visando a indicação de banco estatal chinês para prover liquidez da moeda chinesa nas transações de comércio internacional e de capitais.

Quanto à ordem legal em que a instituição dominante atua *(USD OFC)*, as leis e regras do mercado de capitais dos países-sede dessa instituição dominante são as mesmas que se aplicam aos *RMB OFCs*. No centro financeiro de Paris, por exemplo, as leis de mercado de capitais, de lavagem de dinheiro e de resolução de disputas judiciais entre os investidores são as mesmas aplicáveis às operações com produtos financeiros denominados em *renminbi* ou em dólares.

(v) a nova instituição deve ser compatível com os requisitos legais do regime internacional ou da ordem legal doméstica dentro do qual ela está operando.

Comentando o item (v), os *RMB Offshore Centers* são criados em centros financeiros internacionais já existentes e que seguem as leis e regras do país-sede e as recomendações e regras internacionais de instituições intergovernamentais que atuam de forma decentralizada no sistema financeiro internacional, tais como a IOSCO e o Comitê da Basileia, bem como de instituições tradicionais como o FMI e o Banco Mundial. Sob a ótica da legislação internacional aplicável, as operações financeiras que envolverem investidores localizados em países diversos, por exemplo, seguirão as normas internacionais do sistema financeiro internacional. Os países-sede e, consequentemente, as respectivas capitais que hospedam os *RMB Offshore Centers*, como por exemplo, Reino Unido, França, Alemanha, Luxemburgo, Estados Unidos, Japão, Coréia do Sul, Cingapura, Chile, Argentina, entre outros, estão imersos nas redes normativas, regulatórias dos mercados financeiros e de

capitais internacionais e dos respectivos países-sede. Por exemplo: (a) as regras de listagem da bolsa de valores de Londres para a listagem de títulos de dívida denominadas em dólares ou em *renminbi* são as mesmas; e (b) igualmente em relação às regras de autorização para funcionamento de um gestor de ativos financeiros no mercado de capitais londrino, seja para gerir ativos financeiros denominados em dólares ou em *renminbi,* esses gestores precisam cumprir regras idênticas para obterem a aprovação de funcionamento por parte da entidade regulatória do mercado financeiro do Reino Unido, isto é, a *Financial Conduct Authority* (FCA). A mesma lógica vale para as recomendações provenientes da IOSCO, tendo como exemplo aquelas relativas às obrigações fiduciárias dos gestores de fundos de investimento ou as recomendações do Comitê de Basileia para Supervisão Bancária relativas à regulação prudencial e cooperação para supervisão bancária.

(vi) a instituição, resultado do *by-pass institucional*, deve ter uma estrutura de governança separada da instituição dominante.

Quanto ao item (vi), embora ainda sujeito a uma pesquisa mais aprofundada por parte do autor sobre este item, um importante fator de diferenciação é a existência de um certo nível de separação na governança entre o instituto criado *(RMB Offshore Center)* e a instituição dominante *(USD Offshore Center)*. Além disso, é importante ressaltar que não se trata de avaliar a governança corporativa das organizações pertencentes aos *RMB* ou *USD OFCs*, tais como os bancos de investimentos ou as bolsas de valores. Outro aspecto que deve ser levado em conta quando analisamos o item (vi) é o fato de que o estudo ora apresentado tem uma característica internacional importante, isto é, a formação dos *RMB OFCs* se dá em função da iniciativa de um Estado externo – a China – ao estado-sede/centro financeiro internacional que abriga o *RMB OFC* e é a partir dessa perspectiva que a característica é analisada.

Não obstante, como podemos caracterizar a separação de governanças entre os institutos estudados, isto é, entre o *RMB OFC* e o *USD OFC*?

Prado e Trebilcock (2019) colocam a seguinte questão: o quanto ou o quê é necessário de separação ou para distinguir entre duas instituições para considerar um *by-pass institucional* à instituição dominante? Eles explicam que é possível considerar a governança da nova instituição separada daquela dominante quando há arranjos contratuais entre os atores responsáveis pela criação da instituição resultante do movimento de *by-pass*. Esses arranjos devem estabelecer regras específicas aplicáveis à formação da nova instituição e que

não se confundem com outras já existentes e que fundamentariam a concepção da instituição dominante.

Dessa forma, sob a perspectiva da China, ainda com relação à característica (vi), lembremos dos parágrafos acima, notadamente do item que trata das diferenças entre os *RMB* e *USD OFCs* em que a constituição de um *RMB OFC* se caracteriza pela assinatura de memorandos de entendimento entre as autoridades dos respectivos bancos centrais e que não estão presentes na formação dos *USD OFCs*. Destacamos, conforme já apontamos em item específico neste artigo: (i) a indicação de bancos estatais chineses para o provimento de liquidez de *renminbi* e interlocução entre os bancos locais e o banco central da China (o Banco do Povo)[12]; (ii) dotar linhas de liquidez em *renminbi*, mediante contratos de troca de moedas, conhecidos como contratos de swap; e (iii) a concessão de quotas de investimentos para acesso ao mercado de capitais doméstico chinês, conhecido como programas de RQFII. Esses acordos demandam uma longa fase de negociação e trabalho diplomático entre Pequim e os líderes dos países-sede do *RMB OFC* – que pode envolver anos – entre os ministros das finanças, das relações exteriores, autoridades dos bancos centrais e dos órgãos reguladores dos mercados de capitais e, finalmente, dos respectivos líderes políticos do país e da cidade-sede do *RMB Offshore Center* e as respectivas contrapartes chinesas. Sob a perspectiva dos Estados Unidos, os *USD OFCs* que se formaram ainda no final da década de 50 em Londres, se estabeleceram em diversos centros financeiros internacionais – majoritariamente - de acordo com a demanda de investidores privados, diferentemente das características específicas que levam à formação dos *RMB OFCs*.

Além disso, sob a perspectiva estatal, seja China ou Estados Unidos, existem as regras e políticas relacionadas ao câmbio e às taxas de juros que impactam o comportamento das respectivas moedas que lastreiam os ativos financeiros listados e negociados nos mercados que compõem os *RMB* e *USD Offshore Centers*. Baseados em diferentes políticas monetárias, o Banco Central dos Estados Unidos, o Federal Reserve (Fed), pode aumentar ou baixar as taxas de juros impactando diretamente nos preços e nos juros pagos pelos emissores de *bonds* lastreados em dólares. Caso o Fed aumente as taxas de juros, os novos *bonds*

[12] Exemplos: no Brasil, é o *Industrial and Commercial Bank of China* – ICBC e no Reino Unido é o *China Construction Bank* (CCB).

denominados em dólares tornam-se mais atrativos uma vez que passam a oferecer uma maior remuneração baseada em juros mais altos. O mesmo ocorre quando o Banco Central da China, o Banco do Povo, aumenta ou baixa as taxas de juros, impactando nos juros pagos pelos emissores de *bonds* lastreados em *renminbi*.

Ainda, as ações do Fed relativas às políticas cambiais podem afetar o valor do dólar no mercado de câmbio internacional. Um dólar mais forte ou mais caro, tornam os ativos financeiros denominados em dólar mais caros para os investidores estrangeiros, liderando uma diminuição na procura por ativos lastreados em dólares. Outrossim, se o Banco do Povo altera a taxa de câmbio, fazendo com que o *renminbi* fique apreciado em relação a outras moedas, o preço do *bond* denominado na moeda chinesa poderá ficar maior para investidores estrangeiros quando da conversão para a respectiva moeda doméstica. Isso ocorre porque o valor principal do *bond*, bem como os juros de retorno ao investidor valem mais na respectiva moeda doméstica do investidor. Por outro lado, se os investidores possuem a expectativa de que o *renminbi* irá apreciar, a demanda por *bonds* denominados na moeda chinesa poderá aumentar, impulsionando o preço desses *bonds* para cima. Os investidores não só se beneficiam dos juros pagos pelos *bonds*, mas também pelo potencial de apreciação do *renminbi*.

Por outro lado, os *USD Offshore Centers* surgiram de maneira descentralizada, a partir de interesses difusos, espalhados, exemplificados nas necessidades dos investidores internacionais e dos intermediários financeiros, tais como corretoras de valores mobiliários, bancos e fundos de investimentos, em que as formalidades legais, por exemplo, estão concentradas em memorandos de trocas de informações entre as agências reguladoras dos respectivos mercados financeiros e de capitais e nas regras de negociação das bolsas de valores do país-sede. Não há, por exemplo, condução política dirigida que resulta em acordos legais específicos entre os Estados Unidos e o país-sede de um *USD Offshore Center*.

Por outro lado, há um movimento concertado por parte da China em busca da internacionalização da sua moeda. Para que um ativo financeiro denominado em *renminbi* seja ofertado por uma bolsa de valores, é necessário todo um conjunto de acordos políticos e econômicos prévios entre a China e o país parceiro. O que não houve na formação do *USD OFC* nos idos da década de 50.

Ainda, faz parte dessa concertação por parte da China em direção à internacionalização da sua moeda e à constituição de instituições paralelas às existentes na

consolidação de uma estrutura de governança separada dos *USD OFCs*, a criação em 2015 do *China Cross-border Interbank Payment System (CIPS)*, localizado em Shanghai, que presta serviços semelhantes ao *SWIFT* e a outras instituições internacionais que prestam serviços de liquidação de pagamentos, tal como a *Clearing House Interbank Payment System*, conhecida como *CHIPS*. A CIPS complementa os *RMB OFCs* no segmento de mensageria, registro e liquidação de pagamentos internacionais. Constatamos assim que a formação de um *RMB OFC* depende de um arranjo contratual a parte e específico, bem como de novas instituições (exemplos: CIPS e Banco Clearing) para se concretizar.

Portanto, diante da análise, entendemos que o conceito de *international institutional by-pass* pode ajudar no entendimento da iniciativa chinesa no âmbito do sistema financeiro internacional. Esse conceito é capaz de ampliar a nossa compreensão sobre as intervenções institucionais da China nos mercados financeiros para além de uma avaliação binária sobre os seus propósitos, isto é, apenas se integrar ao sistema ou, do contrário, ir em direção ao rompimento institucional. Acreditamos que esse ativismo institucional da China dentro das finanças internacionais irá afetar as suas estruturas regulatórias e as dinâmicas na produção de riqueza internacional. Também lançará luz nos relacionamentos políticos da China com os respectivos países que acordaram a constituição dos *RMB Offshore Centers*.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve por objetivo contribuir com estudos sobre o processo de internacionalização da moeda chinesa por meio da ótica institucionalista, isto é, o *by-pass institucional*. Para tanto, os *RMB Offshore Centers* foram avaliados como consequências – no campo das finanças internacionais – do movimento de *by-pass institucional* liderado por Pequim nos últimos anos. De fato, do ponto de vista político, a China agiu de forma propositiva e determinada em busca do estabelecimento dos *RMB Offshore Centers* junto aos principais centros financeiros internacionais, visando simultaneamente a promoção do uso do *renminbi* e à manutenção de suas políticas monetárias domésticas, mantendo o controle cambial e dos fluxos de capitais.

Ao proceder dessa maneira, Pequim realizou o que na literatura da área de Direito e Desenvolvimento se denomina *by-pass institucional*, em que governos criam instituições que contornam as funções daquelas por eles consideradas disfuncionais. No caso em tela, os sistemas eletrônicos, regulações, bancos, bolsas de valores, plataformas de negociação de

moedas, entre outros, que foram estabelecidos para ofertarem ativos financeiros denominados em dólares, aqui designados *USD Offshore Centers*.

Pequim atuou e ainda atua estrategicamente com base em negociações diplomáticas com outros países,[13] visando a criação dos *RMB Offshore Centers*, onde os investidores internacionais têm acesso ao mercado de compra e venda de *renminbi* e a ativos financeiros denominados na moeda chinesa, tais como *bonds*, derivativos e ações listados em bolsas de valores.

Entre as características destacadas dos *RMB Offshore Centers* em relação aos *USD Offshore Centers*, esclarecemos que os centros que disponibilizam produtos financeiros em *renminbi* não eliminam a oferta de ativos denominados na moeda estadunidense. Há uma coexistência em que a oferta por produtos designados em dólar, euro, iene ou *renminbi* é determinada pela demanda proveniente dos investidores internacionais. Além disso, as leis e regras dos mercados financeiros e de capitais dos países que sediam os *RMB Offshore Centers* são as mesmas aplicadas aos *USD Offshore Centers*, o que inclui obviamente as leis internacionais aplicáveis às operações financeiras cursadas nos ambientes de negociação desses centros.

Por fim, procuramos demonstrar que há um certo nível de separação na governança desses centros offshore, notadamente sob a perspectiva externa da China e que é regulatório, contratual e organizacional na medida em que a China criou a CIPS em contraposição à SWIFT. Prado e Trebilcock (2019) esclarecem que é possível considerar um nível de separação entre os *USD Offshore Centers* e *RMB Offshore Centers* por meio de arranjos legais. A partir do fenômeno estudado, temos que os centros que disponibilizam ativos financeiros denominados em *renminbi* apenas são constituídos após a celebração de *contratos de swap* (trocas de moedas), a instalação de um banco estatal chinês que atuará como liquidante das operações financeiras, acordos diplomáticos e longa negociação política entre Pequim e os líderes dos países-sede.

Concluo explicando que o enquadramento institucional dado neste artigo ao movimento estratégico da China dentro dos mercados financeiros e de capitais

[13] Exemplo: em 04 de novembro de 2022, os bancos centrais da China e do Paquistão celebraram acordo, visando a constituição de um banco de liquidação e compensação de operações financeiras em *renminbi*. (CAIXIN GLOBAL, 2022).

internacionais nos permitirá não só avançar nos estudos sobre a internacionalização da moeda chinesa, mas também cobrir uma importante lacuna na literatura de Economia Política Internacional, particularmente sobre o empreendimento institucional e político-econômico da China dentro desses mercados. Além disso, os estudos preliminares aqui apontados, notadamente o transplante de uma teoria do campo do Direito para a área de Relações Internacionais abre um novo caminho para pesquisas mais aprofundadas de outros fenômenos institucionais similares observados nas finanças globais.

REFERÊNCIAS

ANSELL, C. Network Institutionalism. In: BINDER, Sarah A.; RAW, Rhodes; ROCKMAN, Bert A. (eds.). **The Oxford Handbook of Political Institutions**. [S.l.]: Oxford Academic , 2 de setembro de 2009.. Acesso em: 28 jun. 2021.

BENZIE, R. **The Development of the International Bond Market**. [s.l.] Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, 1992.

BERGSTEN, C. Fred. The Euro and the Dollar: Toward A "Finance G-2. **The euro at five: ready for a global role**, p. 27-39, 2005.

BNY MELLON. **Decoding the Full Potential of RQFII**. Disponível em: https://www.bnymellon.com/apac/en/insights/all-insights/decoding-the-full-potential-of-rqfii.html. Acesso em: 6 nov. 2022.

CAIXIN GLOBAL. **China and Pakistan Set Up Offshore Yuan Clearing**. Disponível em: https://www.caixinglobal.com/2022-11-04/china-and-pakistan-set-up-offshore-yuan-clearing-101960236.html. Acesso em: 8 nov. 2022.

CASSIS, Y.; WÓJCIK, D. **International Financial Centres after the Global Financial Crisis and Brexit**. Oxford, New York: Oxford University Press, 2018.

CLARKE, W. M. **How the City of London Works**. London: Sweet & Maxwell, 2008.

COHEN, B. J. **Future of Sterling as an International Currency**. [s.l.] Palgrave Macmillan UK, 1971.

COHEN, B. J. **Currency and State Power by Benjamin Jerry Cohen :: SSRN**. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1644559. Acesso em: 31 maio. 2023.

COHEN, B. J. **Will History Repeat Itself? Lessons for the Yuan**. [s.l.] Asian Development Bank, 2014.

COHEN, B. J. **Currency Power: Understanding Monetary Rivalry**. [s.l.] Princeton University Press, 2015.

DAI, X. **Interim Committee, Statement by Mr. DAI Xianglong, Governor, People's Bank of China**. Disponível em: https://www.imf.org/external/am/1999/icstate/chn.htm. Acesso em: 2 nov. 2022.

DAVIES, H.; GREEN, D. **Global Financial Regulation: The Essential Guide**. Cambridge: Polity, 2011.

DUFEY, G. The Eurobond Market: Its Significance for International Financial Managements. **Journal of International Business Studies**, v. 1, n. 1, p. 65–81, 1970.

FERDINAND, P.; WANG, J. China and the IMF: from mimicry towards pragmatic international institutional pluralism. **International Affairs** (Royal Institute of International Affairs 1944-), [s.l.], v. 89, n. 4, p. 895–910, 2013.

FINANCIAL TIMES. **Eurobonds**: A change of gear | Financial Times. Disponível em: https://www.ft.com/content/f3019d6e-df31-11e2-881f-00144feab7de. Acesso em: 5 nov. 2022.

FLANDREAU, M.; FLORES, J. H. Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820–1830. **The Journal of Economic History**, [s.l.], v. 69, n. 3, p. 646–684, 2009.

FMI - INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Offshore Financial Centers -- IMF Background Paper**. Disponível em: https://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm. Acesso em: 10 fev. 2020.

FMI - INTERNATIONAL MONETARY FUND. **The Future of China's Bond Market**. [s.l.] International Monetary Fund, 2019.

FRANKEL, J. Internationalization of the RMB and Historical Precedents. **Journal of Economic Integration**, [s.l.], v. 27, n. 3, p. 329–365, 15 set. 2012.

GFCI - THE GLOBAL FINANCIAL CENTRES INDEX 32. **The Global Financial Centres Index 32**. Disponível em: https://www.longfinance.net/publications/long-finance-reports/the-global-financial-centres-index-32/ . Acesso em: 10 fev. 2023.

HUNG-GAY, F.; JOT, Y. Chinese Offshore RMB Currency and Bond Markets: The Role of Hong Kong. **China & World Economy**, [s.l.], v. 20, n. 3, p. 107–122, maio 2012.

HE, A. CHINA IN THE INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM. p. 28, 2016.

HELLEINER, E. Political determinants of international currencies: What future for the US dollar? **Review of International Political Economy**, [s.l.], v. 15, n. 3, p. 354–378, 31 jul. 2008.

HELLEINER, E.; MOMANI, B. **The Great Wall of Money: Power and Politics in China's International Monetary Relations**. [s.l.]: Cornell University Press, 2014.

HODGSON, G. M. What Are Institutions? **Journal of Economic Issues**, [s.l.], v. 40, n. 1, p. 1–25, 2006.

KEOHANE, R. O. International Institutions: Two Approaches. **International Studies Quarterly**, [s.l.], v. 32, n. 4, p. 379–396, 1988.

KEOHANE, R. O. **International Institutions and State Power | Essays In International Relations**, 1989. Disponível em: https://www-taylorfrancis-com.myaccess.library.utoronto.ca/books/mono/10.4324/9780429032967/international-institutions-state-power-robert-keohane . Acesso em: 26 mar. 2023.

KRASNER, S. D. Structural Causes and Regime Consequences: Regimes as Intervening Variables. **International Organization**, [s.l.], v. 36, n. 2, p. 185–205, 1982.

LGX - LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE. **Your gateway to China for securities |**. Disponível em: https://www.luxse.com/gateway-to-china. Acesso em: 31 maio. 2023.

LGX - LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE. **History - Luxembourg Stock Exchange**. Disponível em: https://www.bourse.lu/history. Acesso em: 6 nov. 2022a.

LGX - LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE. **Renminbi bonds**. Disponível em: https://www.bourse.lu/rmb-bonds. Acesso em: 6 nov. 2022b.

LGX - LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE. **The History of the Eurobond Market | About Us | ICMA » ICMA**. Disponível em: https://www.icmagroup.org/About-ICMA/history/history-of-the-eurobond-market/. Acesso em: 5 nov. 2022c.

LIAO, R. **Out of the Bretton Woods**. Disponível em: https://www.foreignaffairs.com/print/node/1114951. Acesso em: 22 jun. 2021.

LOMBARDI, D.; WANG, H. (eds.). **Enter the Dragon: China in the International Financial System**. 1st edition ed. Waterloo, ON, Canada: CIGI, 2016.

LOWNDES, V.; ROBERTS, M. **Why Institutions Matter: The New Institutionalism in Political Science**. Houndmills, Basingstoke, Hampshire: Palgrave MacMillan, 2013.

LSEG - LONDON STOCK EXCHANGE GROUP. **Shanghai-London Stock Connect**. Disponível em: https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/shanghai-london-stock-connect. Acesso em: 21 out. 2021.

MEDHORA, R. Bypasses to the International Monetary Fund. **Transnational Legal Theory**, [s.l.], v. 10, n. 3–4, p. 318–332, 2 out. 2019.

MOMANI, B. **China at the IMF in Enter the Dragon: China in the International Financial System**. [S.l.]: Centre for International Governance Innovation, 2015.

MORGAN, G. **Money and Markets**. Disponível em: https://www.oxfordhandbooks.com/view/10.1093/oxfordhb/9780199233762.001.0001/oxfordhb-9780199233762-e-9. Acesso em: 28 jun. 2021.

NORDSIP, N. S. I. **ICBC Launches First Green Belt and Road Bond | NordSip**. , 23 abr. 2019. Disponível em: https://nordsip.com/2019/04/23/icbc-launches-first-green-belt-and-road-bond/. Acesso em: 16 jun. 2021

NORTH, D. C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

OECD. **Tax Haven Definition - OECD**. Disponível em: https://www.oecd.org/ctp/glossaryoftaxterms.htm#T. Acesso em: 3 fev. 2023.

PALAN, R.; MURPHY, R.; CHAVAGNEUX, C. **Tax Havens: How Globalization Really Works**. Ithaca, UNITED STATES: Cornell University Press, 2013.

PARADISE, J. F. The Role of "Parallel Institutions" in China's Growing Participation in Global Economic Governance. **Journal of Chinese Political Science**, [s.l.], v. 21, n. 2, p. 149–175, 1 jun. 2016.

PARK, Y. S. The Economics of Offshore Financial Centers. **Columbia Journal of World Business**, [s.l.], v. 17, n. 4, p. 31, Winter 1982.

PETERS, B. G. **Institutional Theory in Political Science: The New Institutionalism**. Northampton, UNITED STATES: EE Publishing Ltd, 2019.

PRADO, M. M. **Institutional Bypass: An Alternative for Development Reform**. Rochester, NY: Social Science Research Network, 19 abr. 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/abstract=1815442. Acesso em: 9 maio. 2022.

PRADO, M. M.; HOFFMAN, S. J. **The Concept of an International Institutional Bypass**. **AJIL Unbound**, [s.l.], v. 111, p. 231–235, 2017.

PRADO, M. M.; TREBILCOCK, M. J. **Institutional Bypasses: A Strategy to Promote Reforms for Development**. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

PRASAD, E.; YE, L. (SANDY). The Renminbi's Role in the Global Monetary System - BROOKINGS. p. 79, fev. 2012.

SCHENK, C. R. The Origins of the Eurodollar Market in London: 1955–1963. **Explorations in Economic History**, [s.l.], v. 35, n. 2, p. 221–238, abr. 1998.

SCOTT, H.; GELPERN, A. **International Finance, Transactions, Policy, and Regulation**. New edição ed. Place of publication not identified: Foundation Pr, 2018.

SHAFFER, G. **Theorizing Transnational Legal Ordering**. Rochester, NY, 29 fev. 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/abstract=2734318. Acesso em: 5 jun. 2023.

SOHN, I. China's Monetary Ambitions: RMB Internationalization in Comparative Perspective. **The Korean Journal of International Studies**, [s.l.], v. 13, n. 1, p. 181–206, 30 abr. 2015.

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

SUBACCHI, P.; HUANG, H. The Connecting Dots of China's Renminbi Strategy: London and Hong Kong. n. Registered charity no: 208223, p. 16, 2012.

SWIFT - SOCIETY FOR WORLDWIDE INTERBANK FINANCIAL TELECOMMUNICATION. **RMB Tracker october 2022 document centre**. Disponível em: https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre. Acesso em: 6 nov. 2022.

SWIFT - SOCIETY FOR WORLDWIDE INTERBANK FINANCIAL TELECOMMUNICATION. **RMB Tracker may 2023 document centre**. Disponível em: https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre. Acesso em: 31 maio. 2023.

TU, Y. et al. Current situation of the internationalization of the RMB. Em: **Internationalization of the RMB**. [s.l.]: Routledge, 2019.

WALSH, K.; WEIR, G. Research Report • November 2015. **Research Report**, p. 154, 2015.

WILLIAMS, R. **Keywords: A Vocabulary of Culture and Society**. Revised, Subsequent edição ed. New York: Oxford University Press, 1999.

WÜRDEMANN, A. I. The BRICS Contingent Reserve Arrangement: A Subversive Power Against the IMF's Conditionality? **The Journal of World Investment & Trade**, [s.l.], v. 19, n. 3, p. 570–593, 3 maio 2018.

XINHUANET. **China's central bank governor "disappointed" with failure of IMF quota increase - Xinhua | English.news.cn**. Disponível em: http://www.xinhuanet.com/english/2019-10/20/c_138486359.htm. Acesso em: 2 nov. 2022.

YI, G. **China's central bank governor "disappointed" with failure of IMF quota increase - Xinhua | English.news.cn**. Disponível em: http://www.xinhuanet.com/english/2019-10/20/c_138486359.htm. Acesso em: 23 jun. 2021.

YIN-WONG, C. **The Role of Offshore Financial Centers in the Process of Renminbi Internationalization**. [s.l.]: Asian Development Bank, 2014.

YONGDING, Y. **How Far Can Renminbi Internationalization Go?** [s.l.] Asian Development Bank, 2014.

Dados do autor

Alexandre Ramos Coelho

Pesquisador do Centro de Estudos do Comércio Global e Investimentos da Escola de Economia da FGV-SP/ Especialista não-residente na *think tank* Observa China/Secretário do Comitê de Estudos Asiáticos e do Pacífico da *International Political Science Association – RC18-IPSA*/Mestre em Direito e Desenvolvimento Econômico pela FGV-SP/Doutorando em Relações Internacionais no IRI-USP/Especialista em Política e Relações Internacionais pela Fundação Escola de Sociologia e Política de São Paulo e em Direito do Mercado de Capitais pela FDUSP-USP/Certificado em Geopolítica pelo Instituto de Geopolítica de Genebra-Suíça e em Política Internacional pela SciencesPo, ex-assessor jurídico do Banco da China no Brasil. E-mail: alexandre.coelho@usp.br. ORCID: https://orcid.org/0000-0001-8236-1798.