

## O diabo é que na China e na Índia o câmbio não flutua

Por Luiz Fernando de Paula  
15/07/2005



Recentemente, o ministro da Fazenda, Antônio Palocci, afirmou que "o diabo do câmbio flutuante é que o danado flutua" - como se o Banco Central nada pudesse para fazer frente aos movimentos do mercado de câmbio em um regime de taxa de câmbio flutuante, já que caberia ao mercado determinar livremente a taxa de "equilíbrio" das contas externas. Procuraremos mostrar neste artigo que os dois países emergentes de grande porte que têm apresentado o maior dinamismo recente, China e Índia, têm utilizado um câmbio competitivo e estável em um contexto de conversibilidade restrita da conta de capitais. Este é um dos elementos centrais do arcabouço de política macroeconômica desses países.

De fato, ambos países têm uma conversibilidade parcial da conta de capital. Nos anos 90, eles tornaram conversíveis as transações cambiais relativas à conta corrente do balanço de pagamentos. O processo de liberalização financeira tem sido feito nesses países de forma gradual e incremental, o que tem contribuído para que o crescimento econômico venha acompanhado de estabilidade macroeconômica. Ademais, ambos os países passaram ao largo do contágio da profunda crise que afetou a Ásia em 1997.

A China tem mantido, desde 1994, regime cambial que é considerado formalmente um sistema de câmbio flutuante administrado com uma banda estreita. Na prática, o que se tem observado é a manutenção de um câmbio fixo com a moeda local atrelada ao dólar, o que, dada a forte e contínua depreciação cambial ocorrida até o início dos anos 1990, e considerando a baixíssima taxa de inflação a partir de 1997, tem resultado em um câmbio apreciado. A combinação entre taxa de câmbio estável, câmbio real apreciado e taxa de juros baixa e estável nos últimos anos têm permitido ao país criar um ambiente macroeconômico favorável à atração de capitais externos (principalmente investimento direto), a uma inflação baixa e, ao mesmo tempo, a um excepcional desempenho exportador.

A administração da taxa de câmbio na China tem sido permitida tanto pelo enorme volume de reservas internacionais (cerca de US\$ 600 bilhões em 2004) quanto pela existência de controles na entrada e saída na conta de capitais, feitas sobretudo através de proibições e limites quantitativos: capitais de portfólio são obstaculizados pela segregação no mercado de ações entre residentes e não-residentes, enquanto restrições sobre outras formas de empréstimos externos são abrangentes e sujeitas a tetos rigorosos.

Como resultado da combinação de um excepcional desempenho exportador, um significativo aumento das reservas internacionais e um baixo endividamento externo, os indicadores de vulnerabilidade externa da China mostram uma situação bastante confortável: a relação dívida externa/PIB declinou no período 1990/2002, alcançando a cifra de 13,5% em 2002, sendo que a participação da dívida de longo prazo no total é da ordem de mais de 70%; a razão dívida externa/exportações - indicador de solvência externa de um país - declinou para quase 50% em 2002. Assim, todos indicadores têm sido mantidos bem acima do que é normalmente percebido como dentro dos limites considerados "seguros".

---

### **Dois países são casos bem sucedidos de gerenciamento macro com redução da vulnerabilidade externa**

---

A Índia, por sua vez, adota, desde março de 1993, um regime de câmbio flutuante administrado. O Banco de Reserva da Índia (RBI) tem sido um ativo participante do mercado cambial, procurando evitar que transações de grande magnitude neste mercado possam resultar em uma excessiva volatilidade da taxa de câmbio, ao mesmo tempo em que busca assegurar uma razoável estabilidade na taxa de câmbio efetiva real. Para tanto, o RBI utiliza um amplo conjunto de instrumentos para influenciar as condições do mercado cambial, intervindo no mercado spot, utilizando transações futuras e de swap de câmbio e buscando acumular reservas para sustentar suas intervenções no mercado cambial - o nível de reservas cambiais subiu de US\$ 32,4 bilhões em 1998 para US\$ 75,4 bilhões em 2002.

De fato, desde a adoção de um regime de câmbio flutuante a taxa de câmbio na Índia tem exibido períodos de estabilidade, quebrado por movimentos discretos e por vezes agudo em momentos de maior pressão cambial. Assim, o movimento do câmbio na Índia tem sido utilizado, junto a outros instrumentos extra-cambiais, para absorver choques externos. Como tendência geral, o câmbio tem sido desvalorizado nominalmente nos últimos anos e a taxa de câmbio efetiva real se mantido relativamente estável, em função da queda na taxa de inflação que ocorre a partir de 1999 (menos de 4% ao ano).

Embora as regulamentações relativas aos fluxos de capitais de longo prazo tenham sido afrouxadas e os fluxos de capitais de portfólio por parte de investidores institucionais estrangeiros tenham sido relativamente facilitados nos últimos anos, as restrições sobre fluxos de capitais de curto prazo na Índia são ainda significativas. De acordo com o FMI, o sistema de controles de capitais indiano é um dos mais restritivos e eficazes do mundo, predominando controles de capitais de natureza quantitativa, com prevalência de controles sobre os fluxos de saída.

Os indicadores de vulnerabilidade externa da Índia mostram uma clara melhoria desde o início dos anos 1990 até o período recente: a relação déficit em conta corrente/PIB manteve-se num patamar inferior a 2%, passando a superávit a partir do ano fiscal de 2001/02, em parte resultado de um crescimento nas exportações; a relação dívida externa/PIB reduziu de 38,7% em 1991/92 para 20,1% em 2002/03, sendo que a participação da dívida de curto prazo no total

da dívida externa - 4,4% em 2002/03 - tem-se mantido numa tendência declinante.

China e Índia, administrando seus regimes cambiais com conversibilidade restrita da conta de capital, têm sido casos bem sucedidos de gerenciamento da política macroeconômica - no qual a estabilidade da taxa de câmbio cumpre um papel fundamental - que busca criar um ambiente de estabilidade para o crescimento do país, com redução da vulnerabilidade externa. Ambas as experiências mostram o quão acertado é estabelecer um gerenciamento adequado e cuidadoso da conta de capital e adotar políticas que visem a redução da vulnerabilidade externa do país.

**Luiz Fernando de Paula é professor da Faculdade de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e co-editor do livro "Novo-Desenvolvimentismo" (Manole). Email: lfpaula@alternex.com.br**