

Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China⁺

Fernando Ferrari Filho

Luiz Fernando de Paula

1. Introdução

Em outubro de 2003, um relatório da Goldman e Sachs, escrito por Purushothaman e Wilson (2003), ao especular sobre o futuro da economia mundial nos próximos cinquenta anos, concluiu que o somatório do Produto Interno Bruto (PIB) dos atuais principais países emergentes, quais sejam, Brasil, Rússia, Índia e China (grupo de países denominados BRIC), deverá ultrapassar a soma do PIB dos países do G-6 (Estados Unidos, Inglaterra, Japão, França, Alemanha e Itália). Considerando a hipótese de que a *performance* do PIB dos países do BRIC, a partir de 2005, seja semelhante às taxas médias de crescimento do PIB de Brasil, Rússia, Índia e China observadas entre 2000 e 2004 – respectivamente, 2,5% ao ano, 6,8% por ano, 5,7% ao ano e 8,5% ao ano¹ – a conclusão do relatório é passível de crítica, já que, como o próprio estudo reconhece, nada garante que o crescimento econômico desses países seja igual ao projetado, dependendo de um conjunto de fatores econômicos, institucionais e políticos. Em particular no caso do Brasil – uma vez que nos últimos anos a dinâmica da economia brasileira tem sido caracterizada por um movimento *à la stop-and-go* – fica ainda mais difícil fazer alguma projeção para o futuro. Contudo, não se pode desprezar, em função do tamanho geográfico, população e PIB, a importância dessas “grandes” economias emergentes e o seu potencial de crescimento econômico, em que pese os problemas de desigualdades sociais e de pobreza que, em maior ou menor grau, os referidos países se defrontam atualmente.

Por que a *performance* da atividade econômica do Brasil tem sido tão baixa comparativamente à dos outros países do BRIC ao longo dos últimos anos? Ao contrário de

⁺ In: J. Sicsú; F. Ferrari Filho. (Ed.). *Câmbio e Controles de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2006, p. 184-221

¹ Taxas calculadas pelos autores a partir das informações contidas em *World Economic Outlook Database/IMF* (2005).

Rússia, Índia e China que adotaram políticas que mitigaram os constrangimentos macroeconômicos, as estratégias de políticas econômicas implementadas na economia brasileira a partir do Plano Real, de cunhos nitidamente liberalizantes, não conseguiram assegurar um crescimento sustentado e financeiramente estável de modo a compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo². A hipótese aqui explorada é que a pior *performance* econômica brasileira *vis-à-vis* a dos outros grandes países emergentes – em especial China e Índia – decorre, em parte, da forma como tem sido gerenciada a política macroeconômica em cada um desses países, no qual a gestão do regime cambial e a conversibilidade da conta de capital têm um papel importante.

O objetivo do presente capítulo é analisar a lógica operacional dos regimes cambiais, acentuando suas relações com a liberalização, plena ou parcial, da conta de capital, para a dinâmica de estabilização macroeconômica – entendida, conforme Keynes (1964, cap. 24), como sendo o binômio estabilidade de preços e pelo emprego – dos países do BRIC.

Para tanto, o capítulo está dividido em três seções, além desta breve introdução. Na seção seguinte, após uma sucinta análise sobre as vantagens e desvantagens de regimes cambiais alternativos, são analisadas particularmente as implicações econômicas para os países emergentes decorrentes da adoção de um regime de câmbio flutuante em contexto de liberalização da conta de capital, bem como é discutida uma estrutura teórico-analítica de regime cambial e de regulamentação dos fluxos de capitais adequada para a estabilidade macroeconômica de países emergentes. A seguir, são apresentadas as experiências de regimes cambiais e de liberalização (ou não) da conta de capital dos países do BRIC. Por fim, em termos conclusivos, são realizadas breves análises comparativas para os países do BRIC.

² Por equilíbrio interno entende-se crescimento econômico com manutenção da inflação sob controle, bem como o estabelecimento de condições para um gerenciamento da dívida pública; por equilíbrio externo entende-se a redução da volatilidade cambial e da vulnerabilidade externa. Ver, a respeito, Oreiro, Sicsú e Paula (2003).

2. Regimes cambiais alternativos e suas relações com a liberalização, plena ou parcial, da conta de capital

2.1. Regimes cambiais alternativos: implicações para países emergentes

Uma discussão importante na literatura econômica está relacionada sobre qual seria o regime cambial mais adequado aos países emergentes. Por um lado, há a visão “bipolar” em que regimes intermediários de câmbio – que envolve toda uma gama de posições intermediárias entre câmbio totalmente flutuante e câmbio rigidamente fixo – seriam menos viáveis para países com envolvimento substancial com os mercados financeiros internacionais. O argumento principal é que tais regimes fazem os países mais vulneráveis a ataques especulativos³. De outro lado, há a visão conhecida como “medo de flutuar” (*fear of floating*), segundo o qual na prática muitos países emergentes preferem limitar os movimentos da taxa de câmbio, ainda que adotem, em princípio, um regime de câmbio flutuante (Calvo e Reinhart, 2002). Tal resistência à flutuação resulta de problemas relacionados aos efeitos de uma desvalorização (e volatilidade) cambial excessiva sobre as dívidas contraídas em moeda estrangeira (em função do descasamento de moedas de firmas e bancos), sobre as próprias transações comerciais (exportações e importações), sobre a dívida pública (aumentando o prêmio de risco e *spreads* soberanos) no caso de países com dívidas emitidas ou indexadas à moeda estrangeira e, ainda, ao seu alto impacto sobre os preços domésticos. Uma avaliação do debate relacionado ao regime cambial mais adequado para países emergentes indica que não há um regime cambial “ótimo” válido para todos países, pois sua eficácia depende das características específicas de cada país e sua estratégia de inserção internacional (Frenkel, 1999).

De fato, regimes de câmbio fixo, embora proporcionem várias vantagens – como a eliminação do risco cambial que reduz a incerteza que cerca as decisões dos exportadores e importadores e dos tomadores de recursos financeiros internacionais e a subordinação da inflação doméstica à inflação externa –, oferecem riscos elevados para países emergentes de maior porte. Em particular, destaca-se a perda de flexibilidade da política econômica para se contrapor a choques exógenos, em contexto no qual a autoridade monetária não dispõe de reservas internacionais suficientes para intervir no mercado de câmbio e/ou em

³ Ver, por exemplo, Fischer (2001).

que há uma forte crise de confiança na capacidade do governo em manter a política prevalecente, o que pode tornar o custo do ajustamento elevado ou mesmo insuportável em termos sociais.

Por isso, pode ser desejável a adoção de regimes cambiais que sejam suficientemente flexíveis para permitir que cada país possa ajustar-se da maneira que julgar mais adequada a mudanças no contexto internacional. A escolha do regime cambial deve levar em conta, ainda, a importância crescente que o comércio internacional tem para o desenvolvimento econômico dos países emergentes, uma vez que as exportações de bens e serviços podem servir como elemento de sustentação de níveis adequados de demanda agregada, além do fato de que a exposição de bens produzidos domesticamente à competição estrangeira pode estimular a produtividade doméstica.

Note-se, contudo, que a adoção de um regime de câmbio totalmente flutuante pode não ser a mais adequada em função dos efeitos causados pela oscilação brusca e intensa da taxa de câmbio ao sabor do movimento instável dos fluxos de capitais em países possuidores de moeda fraca e não-conversível e mercados financeiro/cambial pouco densos. De fato, quando se analisa de forma detalhada a estrutura do balanço de pagamentos, percebe-se que o regime de câmbio flexível, em um contexto de liberalização da conta de capital, impõe uma série de restrições ao seu ajuste, em especial nos países emergentes. Por um lado, visto que esses países são relativamente pequenos, quando existe um diferencial positivo entre a taxa de juros doméstica e a taxa internacional, que não é explicado pelas expectativas de desvalorização, o influxo de recursos acaba se mostrando demasiado, obrigando, assim, a adoção de políticas internas de esterilização, o que pode ser custoso em função da (relativamente) alta taxa de juros doméstica. Por outro lado, a forte valorização da moeda nacional acaba tendo efeitos perversos sobre as transações correntes do país. Finalmente, a apreciação cambial resultante da entrada de capitais acaba sendo seguida por uma forte desvalorização, à medida que o próprio ciclo de valorização, ao deteriorar o saldo em transações correntes, engendra expectativas cada vez mais acentuadas de desvalorização, o que, muitas vezes, acontece em conjunto com políticas de elevação de juros nos países centrais. Dessa forma, ocorre um movimento de saída de capitais para o exterior, o qual gera uma forte depreciação do câmbio, sancionando as expectativas anteriores.

Os efeitos de tais ciclos sobre as economias emergentes são inequívocos. Nas fases de substanciais entrada de capitais externos e valorização da moeda doméstica, o banco central é, muitas vezes, obrigado a utilizar políticas de esterilização, aumentando as reservas através da emissão de dívida pública, a fim de evitar os impactos de tais recursos sobre a base monetária e o nível geral de preços. No entanto, as operações de esterilização, por um lado, dificultam o próprio ajuste do balanço de pagamentos, uma vez que a esterilização impede a redução da taxa de juros doméstica em resposta à entrada de capitais, mantendo, dessa forma, o incentivo à entrada de capitais de curto prazo. Por outro, as referidas operações geram um significativo custo fiscal para o país, devido ao diferencial entre os juros que o Tesouro Federal paga sobre os títulos emitidos (taxa de juros doméstica) e os juros recebidos pela aplicação das reservas internacionais no exterior (taxa de juros internacional)⁴.

À medida que a entrada de capitais aumenta, cresce a tensão entre o desejo das autoridades monetárias de conter a inflação e manter uma taxa de câmbio competitiva e estável. Quando os sinais de *overshooting* aparecem e os investidores se tornam cada vez mais atentos à tensão entre os dois objetivos da política econômica, uma mudança no sentimento de mercado pode ocorrer, levando a uma súbita reversão nos fluxos de capitais. Durante a fase de saída de capitais, ocorre uma forte pressão inflacionária devido ao impacto sobre os preços da depreciação da taxa de câmbio (efeito *pass-through*). Além do mais, a saída de capitais obriga o banco central a (re)comprar títulos do mercado – e, com isso, a expandir a oferta de moeda –, sancionando, assim, as pressões inflacionárias.

A implementação de um regime cambial de livre flutuação e ampla mobilidade de capitais, ainda que apoiada por uma política econômica responsável ou crível – no sentido definido no Consenso de Washington –, torna os países emergentes reféns dos humores e da lógica de curto prazo de acumulação desses capitais. O resultado do binômio câmbio livre e mobilidade de capitais é que eles podem atuar como fatores que desestabilizam e potencializam as crises cambiais nos países emergentes. Assim sendo, a instabilidade do comportamento dos fluxos de capitais para os países emergentes coloca como questão central o tipo de regime cambial e a estrutura da liberalização da conta de capital a serem utilizados por tais economias.

⁴ Ver, a respeito, Mohanty e Scatigna (2005).

Neste contexto, o objetivo de manter um câmbio menos volátil e mais competitivo em termos de comércio internacional pode tornar interessante a adoção de regimes de câmbio intermediário – como sistema de bandas, zonas-alvo⁵ ou em alguns casos específicos, um sistema a *crawling peg* –, pois nesses regimes preserva-se a flexibilidade de ajuste de câmbio frente a choques, mas ao mesmo tempo se abre a possibilidade de orientação da trajetória temporal da taxa de câmbio. O funcionamento adequado desses regimes cambiais pode requerer, de modo tanto a evitar a possibilidade de ataques especulativos quanto aumentar a eficácia das autoridades monetárias na determinação da taxa de câmbio, a adoção de um regime de conversibilidade restrita da conta de capitais, ou seja, a implementação de regulamentações sobre os fluxos de capitais.

2.2. Regime cambial intermediário e controle de capitais: estratégias para os países emergentes

O debate em torno de regimes cambiais (flutuação cambial *vis-à-vis* câmbio administrado) e controle de capitais ou liberalização plena da conta de capital voltou a ser o centro das atenções, principalmente a partir dos desdobramentos das crises cambiais e financeiras do México, 1994/1995, leste asiático, 1997, Rússia, 1998, Brasil, 1998/1999, e Argentina, 2001/2002. Uma das constatações do referido debate é que, em um mundo crescentemente globalizado, em termos de mobilidade de capitais, a chamada “trindade impossível” parece ser cada vez mais verdadeira: não é possível conciliar perfeita mobilidade de capitais com a adoção de uma taxa de câmbio fixa e uma política monetária independente. Ademais, conforme mencionado anteriormente, mesmo com adoção de um câmbio flutuante, os graus de liberdade no gerenciamento da política macroeconômica em países emergentes são limitados, uma vez que frequentemente tratam-se economias que são inerentemente instáveis devido às suas vulnerabilidade e fragilidade externas e dependência em relação a capitais estrangeiros.

Nesse sentido, a necessidade de se preservar as autonomias da política fiscal e, principalmente, monetária dos países emergentes – entendidas como fundamentais para assegurar trajetórias de crescimento econômico sustentável–, no contexto de globalização financeira, tem reforçado os pontos de vista de economistas e *policymakers* de que são

⁵ No caso das “zonas-alvo” não há o compromisso formal com pisos e tetos de câmbio.

necessárias a adoção de um regime cambial para evitar a flutuação excessiva da taxa de câmbio e a implementação de regulamentações sobre os fluxos de capitais.

No que diz respeito ao regime cambial, a adoção de uma taxa de câmbio em conformidade com um sistema de câmbio administrado – em suas diversas modalidades – tem como objetivo fazer com que as incertezas empresariais em relação à volatilidade dos contratos futuros de câmbio sejam dirimidas e, por conseguinte, a demanda efetiva das economias emergentes, tanto interna quanto externa, seja expandida. A idéia consiste em estabelecer uma margem de flutuação *ex ante* da taxa de câmbio (sem ter explícita ou necessariamente um comprometimento com esta) de maneira que a autoridade monetária possa intervir no mercado sempre que a taxa de câmbio se aproximar dos valores extremos, superior e inferior, da margem de flutuação previamente estabelecida. Em suma, a determinação prévia da flutuação da taxa de câmbio tem como finalidade influir nas expectativas dos agentes econômicos ao procurar reduzir a volatilidade do câmbio nominal e intervir na sua trajetória temporal (ou seja, influir na determinação da taxa de câmbio real efetiva).

Concomitantemente à operacionalização de um regime cambial administrado, é necessário implementar mecanismos de regulamentação sobre os fluxos de capitais, de maneira preventiva, da conta de capital, utilizando, para tanto, um sistema moderno e eficiente de regulação de fluxos de capitais (Paula, 2003, e Carvalho e Sicsú, 2004). Via de regra, os controles de capitais podem ocorrer de três maneiras: (i) controles diretos ou administrativos, ou seja, restrição quantitativa de fluxos de capitais, conforme suas origens, maturidades e destinações; (ii) controles indiretos ou baseados em preços, que são estabelecidos pela cobrança de impostos sobre fluxos de capitais entre países e/ou pela imposição de depósitos compulsórios incidentes sobre os fluxos de capitais ingressantes; e (iii) regulações financeiras, isto é, imposição de limites sobre posições cambiais de residentes.

A regulamentação sobre fluxos de capitais pode ser usada para os seguintes propósitos: (i) manter a estabilidade da taxa de câmbio, reduzindo as pressões sobre esta, em particular arrefecendo os efeitos de entradas de capitais externos sobre a apreciação do câmbio; (ii) permitir a implementação de políticas monetárias mais autônomas, uma vez que pode restringir as oportunidades de arbitragem entre taxas domésticas e externas de

juros; e (iii) preservar a estabilidade monetária e financeira em face de fluxos persistentes de capital, inclusive para deter saídas de capitais em contexto de crise do balanço de pagamentos.

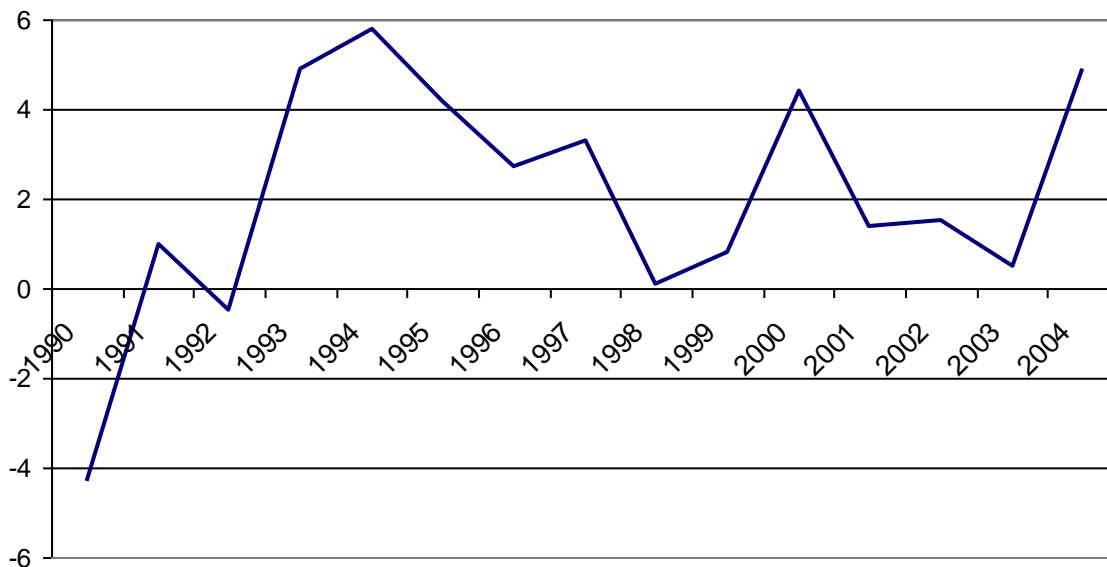
O espectro da regulamentação pode variar de acordo com as circunstâncias e objetivos de política. Grenville (2000, p.60), por exemplo, entende que a utilização de controles de capitais pode variar do modelo adotado pelo Chile (quarentena) até o modelo utilizado por Cingapura, que limitou a capacidade dos bancos domésticos de emprestar para não-residentes em moeda nacional, dificultando a tomada de posições vendidas na moeda doméstica pelos especuladores. Adicionalmente, o autor sugere a adoção de controles prudenciais a fim de (i) limitar as oportunidades para os residentes tomarem emprestado em moeda estrangeira; e (ii) manter uma forte restrição à capacidade dos bancos de abrirem posições em moeda estrangeira ou elevarem sua exposição em moeda estrangeira através dos empréstimos indexados à taxa de câmbio.

3. Regimes cambiais, conversibilidade da conta de capital e *performance* econômica nos países do BRIC

3.1. Brasil: instabilidade macroeconômica e crescimento *à la stop-and-go*

Mesmo tendo conseguido reduzir a alta inflação, com o sucesso neste particular do Plano Real em 1994, o Brasil teve na década de 1990 um crescimento econômico baixo e oscilante: entre 1990 e 2004, o PIB cresceu, em média, 2,0% ao ano (Gráfico 1). O crescimento econômico foi obstaculizado, do ponto de vista macroeconômico, pelos efeitos da alta inflação (até junho de 1994), pela vulnerabilidade externa causada pelas necessidades de financiamento do balanço de pagamento e operação de uma conta de capital aberta e pela adoção de uma política de juros reais elevados ao longo do período.

GRÁFICO 1
Taxa de Crescimento Real (%) do PIB do Brasil, 1990-2004



Fonte: IPEADATA.

No período analisado – 1990/2004 – o país conviveu com estratégias de política econômica bastante diferenciadas: o sub-período 1990/1994, iniciado sob a égide do Plano Collor, é caracterizado por uma política baseada num câmbio real desvalorizado – através de uma política de minidesvalorização cambial – e em uma taxa de juros reais positivas, que gerou elevados superávits comerciais e atração de capitais externos, ainda que ao custo de um retorno da alta inflação. O sub-período que se inicia em julho de 1994 e vai até janeiro de 1999, caracterizou-se pelo uso de uma âncora cambial, com predomínio de um câmbio semi-fixo para propósitos de estabilização de preços, e a manutenção de uma política de juros reais extremamente elevados, que resultaram em uma apreciação na taxa de câmbio real e conseqüente elevação nos déficits na balança comercial e na atração de um fluxo de capitais externos bastante significativo. O sub-período também é marcado pelos contágios de crises externas (crise mexicana, crise asiática e crise russa) em contexto de elevada vulnerabilidade externa. Por fim, o período que se inicia em janeiro de 1999 caracteriza-se pelo tripé câmbio flutuante, regime de metas de inflação e superávits fiscais primários, que tem resultado em uma taxa de juros reais menor do que do período anterior, porém ainda elevada e um câmbio bastante volátil. A taxa de inflação tem estado em

patamares superiores ao do sub-período anterior, enquanto que há uma melhoria significativa nas contas externas por conta da geração de superávits comerciais favorecidos pelo aumento na demanda e nos preços das *commodities* em função do crescimento econômico mundial puxado pelos EUA e China.

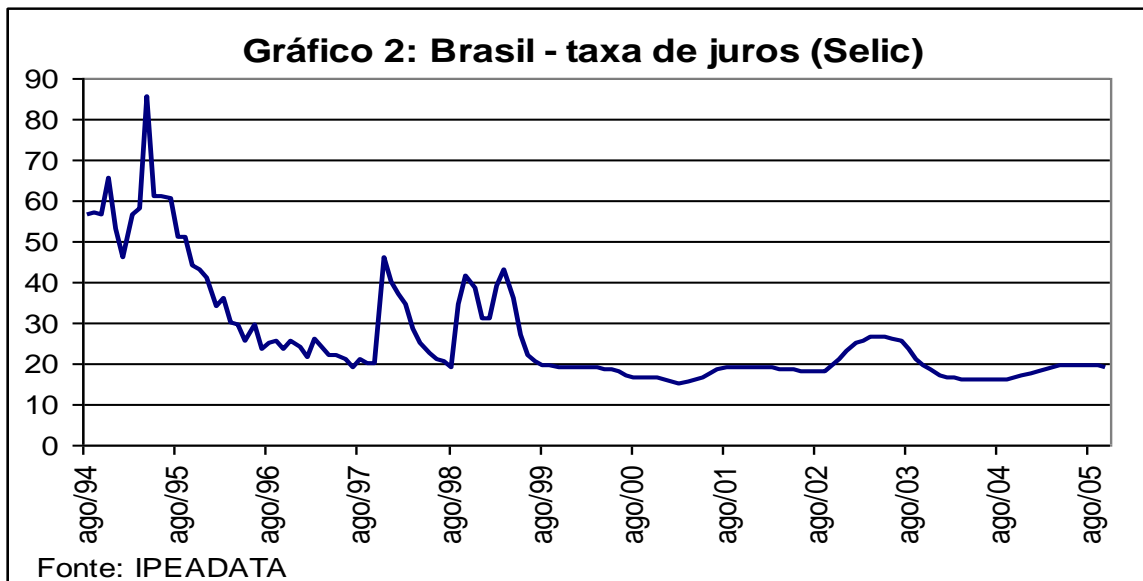
As altas taxas de juros (10,5% reais, em média, de 1999 a 2004) têm sido incompatíveis com um crescimento econômico sustentável e financeiramente estável, pois resultam em: (i) um constrangimento ao crescimento econômico, através do encarecimento do preço do crédito e dos impactos negativos das taxas de juros sobre as expectativas empresariais de longo prazo; e (ii) um aumento na dívida pública, que é formada em boa parte por títulos indexados à taxa de *overnight*⁶.

O Gráfico 2 mostra a evolução da taxa de juros no Brasil a partir de agosto de 1994. No início do Plano Real as taxas de juros estratosféricas são resultados dos elevadíssimos compulsórios bancários, que visavam evitar um aumento excessivo do crédito⁷. Os picos das taxas de juros são explicados pela reação da política monetária frente aos contágios de crises externas. Em que pese a forte redução da taxa de juros a partir da adoção de um regime de câmbio flutuante em 1999, as taxas de juros ainda assim são bastante elevadas, sempre superiores a 15,0% ao ano. Uma das contrapartidas das taxas de juros elevadas no Brasil tem sido um crescimento da relação dívida pública/PIB que acelerou fortemente a partir de 1998, atingindo mais de 50,0% do PIB no período 2001-2004. De fato, no contexto de um regime de câmbio semi-fixo, todo o movimento mais forte de saída de capitais de curto prazo ocasionava uma perda de reservas por parte do Banco Central do Brasil (BCB), e este reagia elevando a taxa de juros para procurar induzir uma reversão nos fluxos de capitais; após a mudança no regime cambial, em janeiro de 1999, os movimentos de saída de capitais de curto prazo passaram a refletir não somente na perda de reservas internacionais e elevação na taxa de juros, mas também sobre a própria taxa de câmbio⁸.

⁶ Em outubro de 2005, 56,4% da dívida pública interna brasileira era indexada à taxa de *overnight* (Valor Econômico, 24/11/05, p.C2)

⁷ Os depósitos compulsórios foram paulatinamente relaxados.

⁸ O movimento da taxa de juros no Brasil, após 1999, está fortemente correlacionado com a tendência da taxa de câmbio, já que, em função do “*modus operandi*” do sistema de metas de inflação, o BCB reage às desvalorizações cambiais elevando a taxa de juros, e às valorizações da moeda doméstica reduzindo a taxa de juros, ainda que mais recentemente o BCB venha adotando uma política monetária mais exógena, elevando,



Desde o final dos anos 1980 observa-se no Brasil uma tendência crescente rumo à liberalização da conta de capital, buscando-se estimular a inserção do mercado de capitais doméstico à esfera financeira internacional. Ao final da década de 1980 e início da década de 1990, o governo brasileiro implementou medidas de abertura comercial e financeira em um cenário macroeconômico ainda fortemente instável e condicionado pela alta inflação⁹. O BCB autorizou a aquisição de ações e debêntures de empresas brasileiras por investidores estrangeiros, em 1987, e permitiu, em 1991, a aquisição de valores mobiliários de companhias abertas e ainda que o ingresso podia ser feito diretamente no caso de investidores institucionais¹⁰. Em 1992, o BCB concedeu uma ampla liberalização no mercado flutuante, ao permitir na conta CC5¹¹ uma livre movimentação de recursos de instituições financeiras do exterior decorrentes de compra e venda de moedas estrangeiras. Assim, criou-se um canal privilegiado de saída de fluxos de capital de curto prazo no Brasil, em que qualquer agente na prática poderia retirar recursos do país

independentemente da taxa de câmbio, a taxa de juros, no que tem resultado em uma forte apreciação cambial. Ver, a respeito, Carvalho, Sicsú e Paula (2005).

⁹ Para uma análise do processo de liberalização financeira recente no Brasil, ver Prates (1999) e Hermann (2005).

¹⁰ Conforme Resolução 1.832/1991, do Conselho Monetário Nacional (CMN).

¹¹ A Carta Circular no. 5 do BCB, de 27/02/69, criou uma rubrica específica para a escrituração das operações de movimentação e transferência de recursos para o exterior de não-residentes.

independentemente da quantidade que ingressou¹². Com relação à entrada de capitais no país, em 1993, o BCB instituiu uma alíquota de IOF sobre os mesmos, com o objetivo de arrefecer a entrada de capitais (cujo fluxo cresceu bastante no período), alongar a maturidade dos fluxos de capitais e conceder algum grau de liberdade à política monetária em contexto de um câmbio semi-fixo¹³. As crises externas que ocorreram no Brasil desde 1995 deixaram evidente que a liberalização financeira expôs a economia brasileira a riscos elevados, ao proporcionar a abertura dos canais legais pelos quais residentes e não-residentes puderam especular contra o real.

Após a crise cambial de 1999 e a adoção de um regime de câmbio flutuante, o BCB implementou várias medidas que buscaram dar uma maior flexibilidade ao mercado cambial e aos investimentos externos, entre as quais, a unificação das posições de câmbio por parte das instituições financeiras, passando a divisão do mercado cambial entre os segmentos comercial e flutuante a ser mantida apenas para efeito de registro, e a flexibilização dos investimentos estrangeiros registrados no segmento comercial do mercado de câmbio, permitindo aos investidores estrangeiros livre trânsito de uma modalidade de aplicação a outra no mercado de capitais sem necessidade de retirada dos recursos do Brasil e posterior reingresso. Recentemente, em 2005, as autoridades monetárias brasileiras procuraram consolidar as normas cambiais brasileiras, extinguindo as contas CC5 de instituições financeiras, unificando os mercados de câmbio de taxas flutuante e livre e, ainda, simplificando os procedimentos de remessas de recursos para o exterior e a dilatação de prazo para a cobertura nas exportações¹⁴.

Como assinalado acima, o regime cambial ao longo da década de 1990 sofreu várias modificações: (i) um regime de minidesvalorização cambial que procurava manter a paridade do poder de compra da moeda em contexto de alta inflação que predominou até o início do Plano Real em 1994; (ii) um sistema de bandas cambiais dentro do qual o BCB determinava a taxa de câmbio através de uma mini-banda informal, mas que na prática funcionava como um sistema *à la* “*crawling peg*”¹⁵; e (iii) a partir de janeiro de 1999, o

¹² Anteriormente, as contas CC5 eram apenas a contrapartida em moeda nacional de dólares antes remetidos ao país pelo titular da conta.

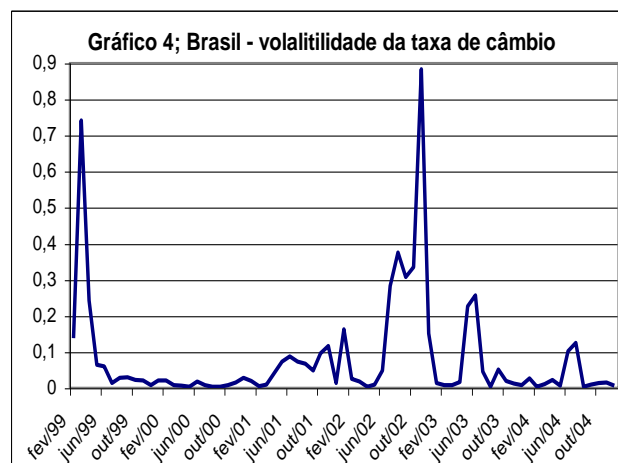
¹³ Segundo Ariyoshi *et al.*, 2000, cap. V, a efetividade dos controles de capitais nos fluxos de entrada foi limitada no período 1993/97.

¹⁴ Conforme Resolução 3.265/2005, do CMN.

¹⁵ A desvalorização mensal nominal do câmbio foi da ordem de 0,6 a 0,7% ao mês.

Brasil passou a adotar um regime de câmbio flutuante que veio acompanhado logo a seguir por um sistema de metas de inflação.

Na operacionalização do regime de câmbio flutuante, não tem havido, por parte do BCB, qualquer compromisso de intervir na taxa de câmbio. Portanto, analisando a determinação da taxa de câmbio no Brasil observa-se que em *anos de normalidade* as reduzidas variações da taxa de câmbio são explicadas basicamente por variáveis reais (saldo comercial e investimento direto estrangeiro), enquanto que em *período de forte pressão cambial* ou crise cambial o movimento dos empréstimos e financiamento externos e os investimentos em carteira explicam grande parte da alta volatilidade cambial (ver Tabela 1). Como resultado, observa-se tanto uma elevada volatilidade da taxa de câmbio nominal no Brasil, que aumenta sobremaneira em períodos de forte pressão cambial, quanto o fato que o câmbio real efetivo deprecia ou aprecia ao sabor do movimento dos fluxos de capitais. Por exemplo, no ano de 2001 e no 2º semestre de 2002 houve uma forte desvalorização do câmbio, enquanto que no 1º semestre de 2001 e a partir de meados de 2004 há uma clara tendência de apreciação cambial (ver Gráfico 3 e Gráfico 4).



Nota: Volatilidade da taxa de câmbio calculada usando um modelo GARCH, modelo não linear que é usado para calcular a volatilidade das séries temporais.

Fonte: IPEADATA.

Do ponto de vista da vulnerabilidade externa, a razão dívida externa/exportações, um indicador básico de solvência de um país, manteve-se sempre superior a 3,0 até 2001, uma situação longe de ser considerada confortável, resultado, sobretudo, do baixo

desempenho das exportações (ver Tabela 1). Em função dos déficits em conta corrente, que chegou a mais de 4,0% do PIB em 1998, a economia brasileira passou a ser cada vez mais dependente de recursos externos para cobrir seus desequilíbrios de balanço de pagamentos, o que em contexto de uma conta de capital aberta tornou o País bastante vulnerável a contágios de crises externas¹⁶. Note-se que mesmo após a adoção de um regime de câmbio flutuante, em 1999, a economia brasileira passou por fortes pressões especulativas em 2001/02, chegando mesmo a apresentar características de “parada súbita”.

Tabela 1: Brasil - alguns indicadores macroeconômicos

Ano	IPCA (% a.a.)	Balança comercial (US\$ milh)	Conta corrente/ PIB	Reservas cambiais (US\$ milh)	Dívida externa/ exportações	Reservas cambiais*/ juros	Invest.direto estrangeiro (US\$ milh)	Investim. em carteira (US\$ milh)	Emprest.e financ.ext. (US\$ milh)	Dívida pública/ PIB
1990	1.621,0	10.752	-0,81	9.973	3,9	0,9	364	472	3.753	-
1991	472,7	10.580	-0,35	9.406	3,9	1,0	87	3808	-3.735	38,6
1992	1.119,1	15.239	1,58	23.754	3,8	2,9	1.924	14466	-6.482	35,1
1993	2.477,1	13.299	-0,16	32.211	3,6	4,0	799	12325	-2.717	31,2
1994	916,5	10.467	-0,33	38.806	3,3	6,7	1.460	50642	-43.557	30,4
1995	22,4	-3.466	-2,61	51.840	3,3	5,2	3.310	9217	16.200	30,8
1996	9,6	-5.599	-3,03	60.110	3,6	5,0	11.261	21619	673	33,2
1997	5,2	-6.753	-3,77	52.173	3,6	4,0	17.877	12616	-4.833	34,3
1998	1,7	-6.575	-4,24	44.556	4,4	3,1	26.002	18125	-14.286	41,7
1999	8,9	-1.199	-4,72	36.342	4,7	2,2	26.888	3802	-13.620	49,4
2000	6,0	-698	-4,02	33.011	3,9	2,1	30.498	6955	-18.202	49,4
2001	7,7	2.651	-4,55	35.866	3,6	2,2	24.715	77	2.767	52,6
2002	12,5	13.121	-1,66	37.823	3,5	2,7	14.108	-5119	-1.062	55,5
2003	9,3	24.794	0,82	49.296	2,9	3,5	9.894	5308	-10.438	57,2
2004	7,6	33.666	1,94	52.935	2,1	3,7	8.695	-4750	-10.963	51,7

Fonte: IPEADATA e Banco Central do Brasil

(*) Conceito de liquidez

O crescimento das exportações líquidas a partir de 2002 tem resultado em uma melhoria significativa dos indicadores de vulnerabilidade externa – a relação dívida externa/exportações caiu de 3,5 em 2002 para 2,1 em 2004. Contudo, além da vulnerabilidade externa estar ainda em patamar elevado (mas não mais crítico), o peso da dívida de curto prazo no total da dívida externa, a existência de uma conta de capital aberta e as dúvidas quanto à trajetória futura da balança comercial face ao câmbio apreciado fazem com que o futuro da economia brasileira seja ainda preocupante.

Por fim, do ponto de vista da estabilização de preços, houve um notável inflexão da taxa de inflação a partir de meados de 1994, em função de um engenhoso processo de

¹⁶ Para uma análise da vulnerabilidade externa brasileira no contexto do Plano Real, ver Paula e Alves Jr. (2004).

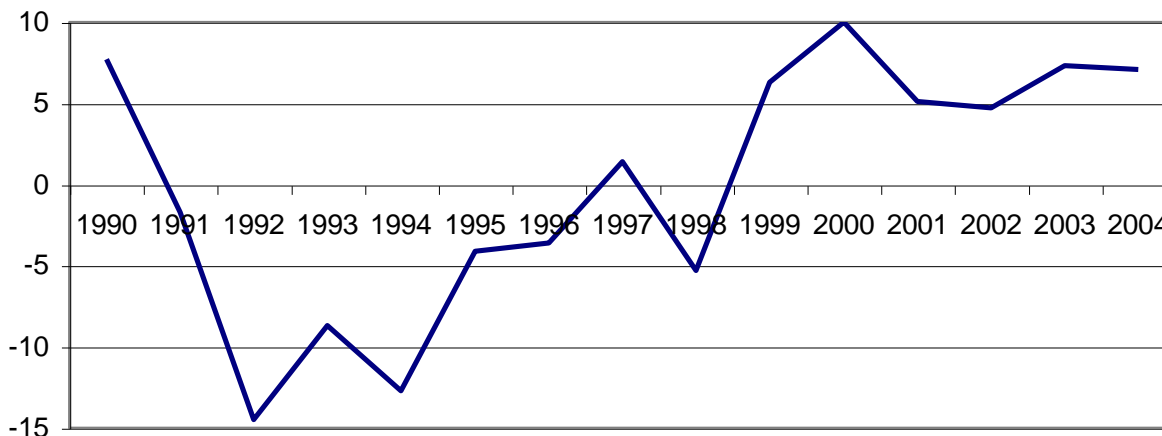
desindexação da economia, através de um super-indexador (URV), e da adoção de um câmbio fortemente apreciado com abertura comercial, que caracterizou o início do Plano Real¹⁷. Com a adoção de uma âncora nominal baseada no câmbio semi-fixo, a inflação manteve-se em patamares baixos em 1997/98. A partir de 1999, a taxa de inflação se eleva, mas sem sair de controle, sendo o seu comportamento fortemente determinado pelo movimento do câmbio (efeito *pass-through*). É notável, contudo, que mesmo adotando um regime de metas de inflação e praticando uma das maiores taxas de juros reais do mundo (média de 10,5% ao ano em 1999/2004), a inflação média em 1999/2004 foi de 8,7%, que é elevada quando comparada com outros países emergentes no período recente (Arestis, Ferrari-Filho e Paula, 2005).

3.2. Rússia: da regulação à liberalização econômica

A Rússia, entre 1990 e 2004, apresentou um crescimento médio anual negativo da ordem de -0,4%. Desmembrando-se o crescimento do PIB russo em dois períodos, quais sejam, de 1990 à crise cambial de 1998 e de 1999 a 2004, percebe-se que a *performance* econômica da Rússia é bastante distinta: no primeiro período, o PIB apresentou uma queda acumulada da ordem de 45,0%, ao passo que entre 1999 e 2004 o PIB russo cresceu, em média, 6,8% ao ano. O Gráfico 5, abaixo, apresenta a taxa de crescimento do PIB da Rússia no período entre 1990 e 2004.

¹⁷ Para uma análise ampla do Plano Real, ver Ferrari-Filho e Paula (2003). Segundo Ferrari Filho e Sobreira (2004), o Plano Real conseguiu debelar o processo inflacionário na economia brasileira, mas a “armadilha do câmbio” que resultou da sobrevalorização da taxa de câmbio gerou sérias restrições macroeconômicas, em particular a elevada fragilidade externa e o crescimento acelerado da dívida pública.

GRÁFICO 5
Taxa de Crescimento Real (%) do PIB da Rússia, 1990-2004

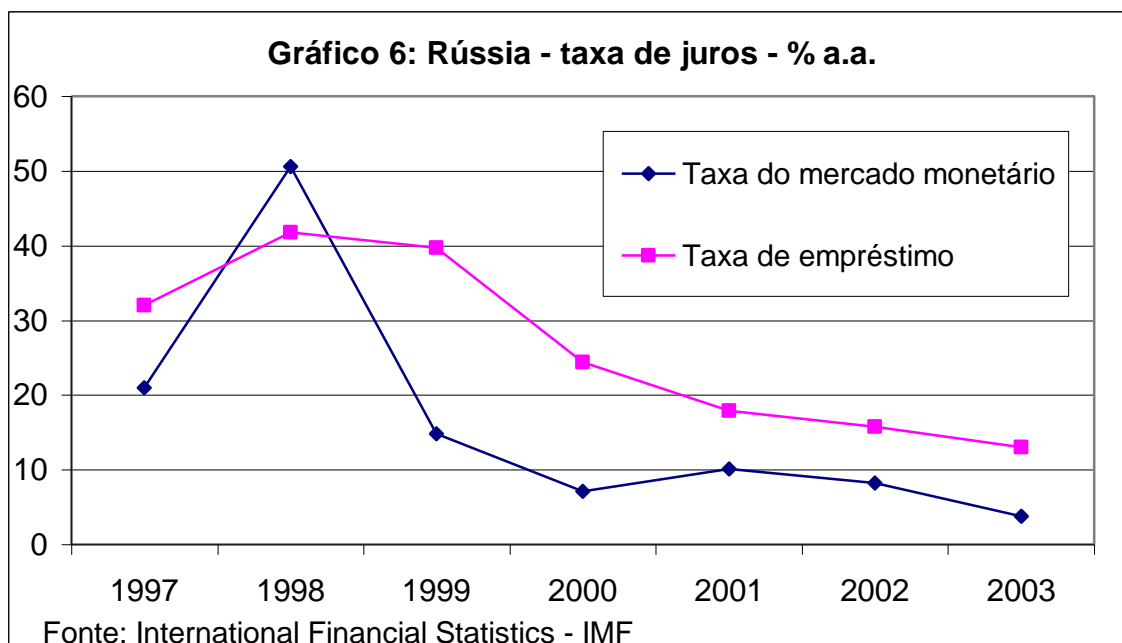


Fonte: IMF.

Segundo Berengaut e Elborgh-Woytek (2005) os resultados tão antagônicos do PIB russo ao longo do referido período podem ser explicados da seguinte forma: no que diz respeito ao período 1990-1998, os principais motivos que levaram a economia russa a apresentar uma *performance* recessiva foram àqueles relacionados aos da transição econômica de uma economia centralizada e planejada para uma economia de mercado. Em outras palavras, a abrupta transformação econômica da Rússia, após 1990, caracterizada pelas privatizações em um contexto de inexistência de regras e leis sobre direitos à propriedade, pela liberalização dos preços, pela abertura comercial e pela liberalização da conta de capital, foi fundamental para a queda substancial do PIB russo. Adicionalmente, as políticas de ancoragem cambial, visando arrefecer e controlar o processo inflacionário, combinada com uma austeridade monetária, no contexto de uma transição do socialismo para o capitalismo feita as pressas (o que contribuiu para uma desestruturação parcial do parque produtivo), acabaram contribuindo para o desaquecimento da economia doméstica.

Um dos principais fatores que corroborou para o crescimento médio anual de 6,8% do PIB russo, entre 1999 e 2004, foi a elevação do preço do barril do petróleo no mercado internacional: em 1999, o preço médio do petróleo no mercado internacional era US\$ 17,9, ao passo que em 2004 o preço medido da referida *commodity* foi US\$ 38,0. Portanto, o crescimento do País tem sido puxado, em parte, pelo crescimento do preço do petróleo, que

é o principal item na pauta de exportações da Rússia¹⁸. Contribui, também, para o crescimento do PIB no período o aumento na demanda doméstica, favorecido pela queda recente nas taxas de juros (ver Gráfico 6), o que tem estimulado o aumento no volume de crédito bancário, que passou de 12,0% do PIB em 1999 para 22,0% em 2003 (IMF, 2004, p. 10).



A Tabela 2, abaixo, apresenta a evolução de alguns indicadores macroeconômicos selecionados para a economia russa, entre 1992 e 2004, com evidente melhora a partir de 2000.

Tabela 2: Rússia - Indicadores macroeconômicos selecionados, 1992-2004

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Inflação (IPC)	2506	840,0	204,4	128,6	21,8	11,1	84,4	36,5	20,2	18,6	15,0	12,0	11,7
Taxa de câmbio													
Rublo/USD (média anual)	0,2	1,0	2,2	4,6	5,1	5,8	9,7	24,6	28,2	29,2	31,4	30,7	28,8
Rublo/Euro (média anual)	0,3	1,1	0,0	6,2	6,7	6,5	11,4	26,5	26,0	26,1	29,7	34,7	35,8
Balança comercial (US\$b)	10,2	15,4	16,9	19,8	21,6	14,9	16,4	36,0	60,2	48,1	46,3	60,5	87,1
Conta corrente/PIB (%)	-12,7	0,0	2,8	2,2	2,8	0,0	0,1	12,6	18,1	11,0	8,4	8,2	10,3
Reservas internac. (US\$b)*	0,0	0,0	4,0	14,4	11,3	12,0	7,8	8,5	24,3	32,5	44,1	73,2	120,8
Dívida externa/PIB (%)	0	0,0	0,0	42,9	35,1	42,2	70,1	91,7	61,0	49,3	44,1	43,0	37,0
Dívida CP/dívida externa	9,9	8,0	7,0	8,8	17,2	24,1	12,8	10,9	12,3	14,1	16,3	20,8	23,3
Dívida externa/exportações	n.d	140,9	137,1	115,5	125,1	182,9	215,2	149,4	118,2	104,4	89,4	74,0	46,7
Div.curto prazo/reservas	n.d	154,3	230,7	82,0	210,5	343,5	313,1	231,9	80,2	65,1	56,4	52,9	41,6
Resultado fiscal/PIB	n.d	n.d	n.d	-3,6	-6,4	-5,6	-4,5	-1,2	1,7	2,5	1,6	1,7	4,6

Fonte: Deutsche Bank Research (www.dbresearch.de) e FMI (dados sobre balança comercial).

¹⁸ Segundo o Fundo Monetário Internacional (IMF, 2004, p. 7), as receitas com petróleo e gás respondem por cerca de 22,0 a 24,0% no total das exportações da Rússia no período 2001-2003.

Observando-se a dinâmica inflacionária, esta apresenta um arrefecimento gradual, porém significativo, entre 1992 e 1997, caindo de 2.506,0% para 11,1%. Nesse período, os fatores determinantes para a queda da inflação foram a sobrevalorização da taxa de câmbio e um forte aperto monetário. Em 1998, há uma aceleração da inflação em decorrência dos efeitos da crise cambial sobre a economia russa. A partir de 1999, a inflação russa retomou sua trajetória de declínio, favorecida de novo pela apreciação real da taxa de câmbio e ainda pela relativa estabilidade do câmbio nominal, fechando em 11,7% em 2004. Apesar da inflação ter, recorrentemente, caído entre 1999 e 2004, a mesma ainda continua em patamares acima de 10,0% ao ano.

Acompanhando a lógica de liberalização de preços introduzida na Rússia após 1990, o regime cambial russo, entre 1992 e 2003, caracterizou-se por uma certa flexibilidade da taxa de câmbio. Conforme pode ser observado na Tabela 2, houve uma expressiva desvalorização nominal na taxa de câmbio no período da crise russa (e no período imediatamente subsequente a crise), isto é, em 1997-1999, quando a taxa de câmbio nominal média passou de 5,8 para 24,6 (rublo/dólar) e de 6,5 para 26,5 (rublo/euro), sendo que, a partir de então, o câmbio nominal tem tido um comportamento relativamente estável. Do ponto de vista da taxa de câmbio real, dados do Gráfico 7 mostram que o câmbio se apreciou paulatinamente, em função da taxa de inflação declinante, mas ainda elevada, atingindo, em 2004, o mesmo nível de antes da crise de 1998.



A Rússia utiliza, atualmente, um regime de câmbio flutuante administrado, acompanhado de uma conversibilidade parcial da conta de capital. A política monetária tem como meta tanto reduzir a inflação quanto limitar a apreciação da moeda doméstica, com fortes intervenções do Banco Central da Rússia (BCR) no mercado de câmbio, sendo que a taxa de juros tem sido declinante nos últimos anos. A conta de capital é parcialmente conversível, com controles tanto na entrada quanto na saída, mas recentemente o governo russo liberalizou as transações cambiais, adotando um controle do tipo chileno dos anos 1990, isto é, com requerimentos de reserva no fluxo de entrada. Portanto, a nova legislação eliminou o sistema existente de permissões e controles, bem como permitiu que o BCR possa utilizar requerimentos de reserva sobre fluxos de capitais. De fato, o BCR, em 1/8/2004, passou a impor tais depósitos de forma moderada, justificando tal medida em função das pressões para apreciação do rublo e a necessidade de proteger o ainda fraco sistema bancário dos impactos dos voláteis fluxos de capitais externos.

No que diz respeito à *performance* do setor externo russo, entre 1992 e 1996 o saldo comercial apresentou uma trajetória de crescimento, sendo arrefecido em 1997 e 1998. Ao longo desse período, o saldo comercial médio foi da ordem US\$ 16,5 bilhões por ano. Por sua vez, entre 1999 e 2003, a balança comercial acumulou um superávit próximo a US\$ 250,0 bilhões, o que representa um saldo médio anual de US\$ 50,0 bilhões, cerca de 205,0% superior ao saldo médio anual do período 1992-1998. Como já assinalado, o crescimento das exportações se deu fundamentalmente por conta da elevação nos preços de petróleo e no volume exportado, que ocorreu a partir de 1999, permitindo, inclusive, um aumento nas importações do País. A elevação nos preços do petróleo e gás mais que compensaram os efeitos da apreciação cambial sobre a balança comercial. Como resultado do forte aumento nas exportações líquidas, a razão transações correntes/PIB apresentou um resultado bastante satisfatório entre 1999 e 2004 com média de 11,4% ao ano.

As reservas cambiais, por sua vez, foram, até 1999, relativamente baixas para atender as necessidades de importação da economia russa: em média, elas representavam cerca de 20,0% das importações anuais da Rússia. A partir de 2000, elas passaram a cobrir cerca de 77,0% das referidas importações. A expressiva melhora das reservas cambiais, que passaram de US\$ 8,5 bilhões em 1999 para US\$ 120,8 bilhões em 2004, é decorrente principalmente dos superávits em conta corrente e da reversão nos fluxos de capitais, cujo

saldo até 2002 ainda era negativo. Por outro lado, outros indicadores de vulnerabilidade externa – como a razão dívida externa de curto prazo/reservas cambiais e a razão dívida externa/exportações – apresentam uma sensível melhora a partir de 1999 em relação ao período pré-crise de 1998. Em particular, a razão dívida externa/exportações passou de 182,9% em 1997 para 46,7% em 2004, embora a percentagem da dívida de curto prazo no total da dívida externa tenha aumentado no período mais recente, atingindo 23,0% em 2004 (ver Tabela 3).

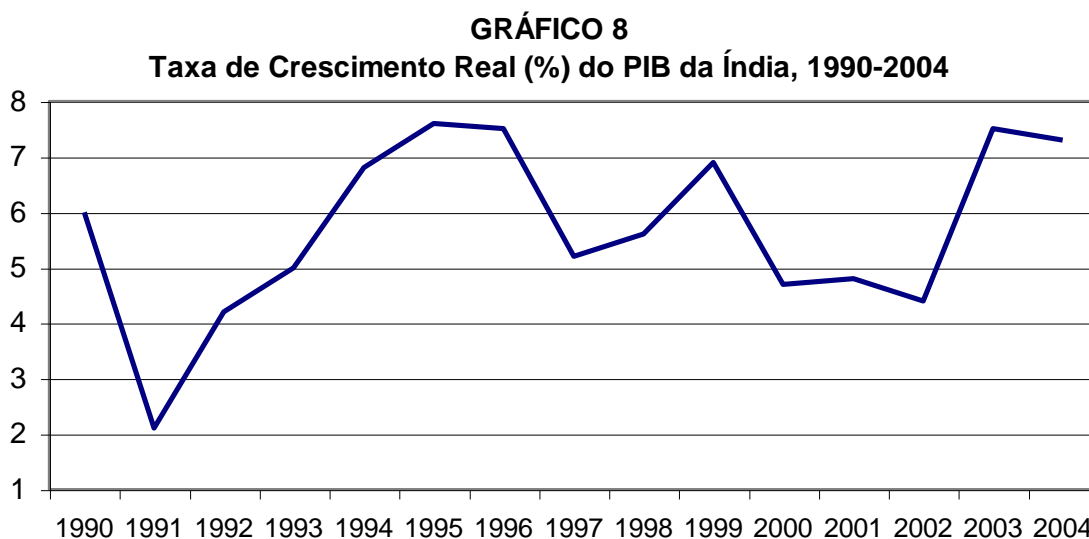
Portanto, há uma evidente melhora nos indicadores de vulnerabilidade externa da Rússia, em função principalmente do desempenho da balança comercial e do crescimento das reservas cambiais. Do ponto de vista dos fluxos de capitais, os fluxos de curto prazo somente em 2003 se tornaram positivos, já que os fluxos de saída de capitais mais que compensavam os empréstimos externos feitos pelos bancos e setor corporativo russo. O investimento direto estrangeiro permanece pequeno, devido em parte à dificuldade do ambiente de negócios no País e, também, em função da predominância de transações “*off shore*” para grandes investimentos.

Por fim, houve uma sensível melhora na situação fiscal da Rússia no período pós-crise de 1998. Entre 1995 e 1998, o déficit público nominal foi elevado, com média de cerca de 5,0% do PIB. O desequilíbrio do setor público é, inclusive, apontado como um dos responsáveis pela crise russa de 1998 (Ahrend e Tompson, 2005). Todavia, a partir de 1999, o governo implementou um forte ajuste fiscal, que se consubstanciou em corte de gastos e indexação das receitas. Como consequência, o déficit público caiu para 1,2% do PIB em 1999, vindo a partir de então a gerar superávits fiscais cuja média em 2000-2004 foi de 2,4% do PIB.

Em conclusão, após os fortes efeitos negativos da crise de 1998, a economia russa tem passado por um vigoroso processo de recuperação econômica. Como assinala um relatório do Fundo Monetário Internacional (IMF, 2003, p. 13), “desde a crise financeira em 1998 as políticas macroeconômicas têm respondido efetivamente aos desafios enfrentados pela Rússia, quais sejam, os equilíbrios fiscal e externo foram rapidamente restaurados, a inflação foi reduzida para níveis moderados e a apreciação da taxa de câmbio real foi refreada”.

3.3. Índia: crescimento com abertura gradual

A Índia, após vários anos de baixo crescimento, passou a ter, a partir do final dos anos 1990, um crescimento econômico significativo, com uma taxa média de 5,7% no período entre 1990 e 2004 (Gráfico 8), alternando ciclos de expansão com pequenos ciclos de desaceleração econômica, resultado de choques externos e domésticos. Este bom resultado, entre outros fatores, foi obtido devido ao enorme potencial de crescimento do mercado interno do País, da existência de um segmento da mão-de-obra altamente qualificada e da introdução de reformas econômicas¹⁹, no contexto de uma economia regulamentada, de mercado doméstico fortemente protegido e de elevadíssima participação do Estado na economia. Mais recentemente, está ganhando importância o papel do setor de serviços no crescimento do País, com destaque para a indústria de *software*.



Fonte: IMF

O processo de liberalização econômica tomou impulso maior a partir da crise do balanço de pagamentos de 1991, quando passou a ocorrer uma gradual e significativa liberalização comercial (as tarifas aduaneiras foram reduzidas de 87,0% em média em 1991 para 25,0% em 1997, segundo IMF, 2001, p.32). No contexto das reformas econômicas e da crise de 1991, a conta de capital tem sido gradualmente liberalizada e o regime cambial se alterou, passando de um regime de câmbio fixo para um *regime de câmbio flutuante*

¹⁹ As políticas de abertura de mercado incluíram a abolição virtual do sistema de licenciamento industrial, uma redução substancial nas barreiras comerciais, uma liberalização extensiva nos pagamentos internacionais em conta corrente e uma mais limitada liberalização nos fluxos de capital estrangeiro.

administrado. Esta mudança começou com a transição de uma flutuação administrada relacionada a uma cesta de moedas para um sistema cambial dual, em março de 1992, culminando com a adoção de um sistema de câmbio unificado e flexível em março de 1993. A mudança foi acompanhada de um afrouxamento das restrições em transações correntes e da aceitação da plena conversibilidade da conta corrente em agosto de 1994, culminando com a adesão formal da Índia ao Artigo VIII do Fundo Monetário Internacional.

Desde a adoção de um regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio (rúpia/dólar) tem exibido períodos de estabilidade, quebrado por movimentos discretos e por vezes agudo, como ocorrido durante os efeitos da crise asiática. Comparativamente a outros países que adotam taxas de câmbio flutuante, a volatilidade da taxa rúpia/dólar tem sido relativamente menor²⁰. A taxa de câmbio na Índia tem sido utilizada, junto com outros instrumentos extra-cambiais, para absorver choques externos. Como tendência geral, o câmbio tem sido desvalorizado nominalmente, ainda que no ano 2003 tenha tido um movimento de apreciação (Gráfico 9). Apesar da desvalorização da taxa de câmbio nominal, a taxa de câmbio efetiva real tem sido relativamente estável, vindo a se apreciar somente a partir do ano fiscal²¹ de 2001-20002 (Gráfico 10). A explicação deste comportamento está na evolução da taxa de inflação, que se manteve relativamente elevada até o ano fiscal de 1998-1999 (taxas superiores a 6,0% ao ano), o que acabou atenuando os efeitos da desvalorização do câmbio nominal sobre o câmbio real, caindo a partir de 1999-2000 para menos de 4,0% ao ano.

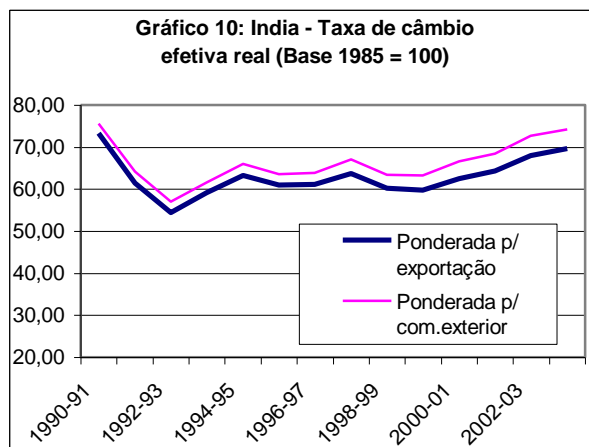
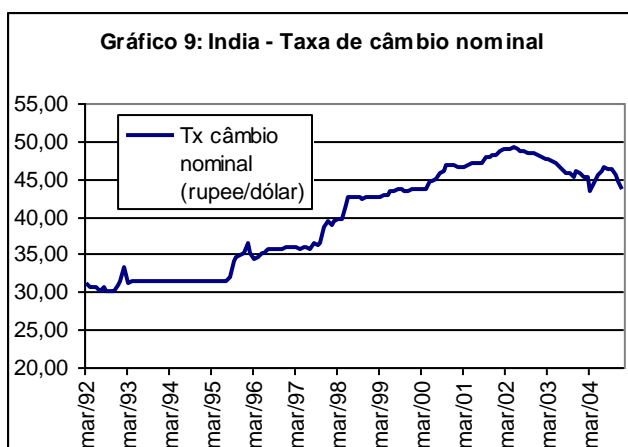
O Banco de Reserva da Índia (*Reserve Bank of India* – RBI) tem sido um ativo participante do mercado cambial, procurando evitar que transações de grande magnitude neste mercado (tais como pagamentos do serviço da dívida ou de petróleo) possam resultar em uma excessiva volatilidade da taxa de câmbio, ao mesmo tempo em que busca assegurar uma razoável estabilidade na taxa de câmbio efetiva real²². Para tanto, o RBI utiliza um amplo conjunto de instrumentos para influenciar as condições do mercado cambial,

²⁰ Conforme mostra o FMI (IMF, 2001, p. 152), considerando um conjunto de países que inclui Alemanha, Inglaterra, Japão, Coréia do Sul, México e Tailândia, entre outros, a volatilidade cambial da taxa de câmbio na Índia é bem menor.

²¹ O ano fiscal na Índia começa em abril. Assim, por exemplo, o ano fiscal de 2001-2002 corresponde ao período de abril de 2001 a março de 2002.

²² Segundo o Relatório Anual do RBI de 1999-2000 (IMF, 2001, p. 149), o objetivo da política do RBI é “assegurar que o valor externo da rúpia seja mais realista e crível, como evidenciado por um déficit em conta corrente sustentável e uma [boa] posição das reservas”.

intervindo no mercado *spot*, utilizando transações futuras e de *swap* de câmbio, e mesmo medidas administrativas. A presença do RBI no mercado cambial tem também por objetivo evitar uma apreciação excessiva da taxa de câmbio em momentos de maior afluxo de capitais externos, e, ao mesmo tempo, procura aumentar as reservas internacionais do País.



Fonte: Reserve Bank of India

Como visto anteriormente, a partir da unificação da taxa de câmbio, em 1993, iniciou-se um processo progressivo e acelerado de liberalização das transações de conta corrente, com a eliminação do orçamento cambial e o desmantelamento dos controles cambiais sobre as transações correntes, cujas restrições foram levantadas em 1994, por ocasião do formal aceite da Índia do Artigo VIII do Fundo Monetário Internacional. A eliminação das restrições relativas a conta de capital, entretanto, têm sido bem mais lentas. Assim, embora as regulamentações relativas aos fluxos de capitais de longo prazo tenham sido afrouxadas – incluindo os limites de propriedade acionária no investimento direto estrangeiro e os limites para captação de empréstimo externo por parte das firmas domésticas – e os fluxos de capitais de portfólio por parte de investidores institucionais estrangeiros tenham sido relativamente facilitados, as restrições sobre fluxos de capitais de curto prazo são significativas na Índia²³, predominando controles de capitais de natureza

²³ A partir de meados de 1998, as transações do investidor institucional estrangeiro no mercado de ações da Índia não eram mais sujeitas a confirmação *post facto* pelo RBI. Limites a empréstimos estrangeiros foram implementados após 1991, por intermédio de tetos estabelecidos de acordo com as necessidades de financiamento da economia. A partir de junho de 1998, os empréstimos de maturidade superior a 10 anos não eram mais contados para efeito deste teto.

quantitativa, ao invés de baseado no mercado (via impostos ou requerimentos de reservas), com prevalência de controles sobre os fluxos de saída de capital²⁴. O sistema de controles de capitais indiano é considerado altamente efetivo pelo próprio Fundo Monetário Internacional (Habermeier, 2000).

Os indicadores de vulnerabilidade externa da Índia mostram uma clara e contínua melhoria desde o início dos anos 1990 até o período recente: a relação déficit em conta corrente/PIB manteve-se num patamar inferior a 2,0%, passando a superávit a partir do ano fiscal de 2001-2002, em parte resultado de um crescimento nas exportações; a relação dívida externa/PIB reduziu-se de 38,7% em 1991-1992 para 20,1% em 2002-2003, sendo que a participação da dívida de curto prazo no total da dívida externa – 4,4% em 2002-2003 – tem-se mantido numa tendência declinante e em um patamar bastante baixo; por fim, a razão serviço da dívida (serviço da dívida/receitas em transações correntes), como resultado tanto do declínio no endividamento externo quanto da melhoria mais recente na conta corrente, tem declinado de forma significativa, em particular a partir de 1996-1997 (Tabela 3).

Tabela 3: Índia - Fluxos de capitais e indicadores de vulnerabilidade externa (US\$ milhões)

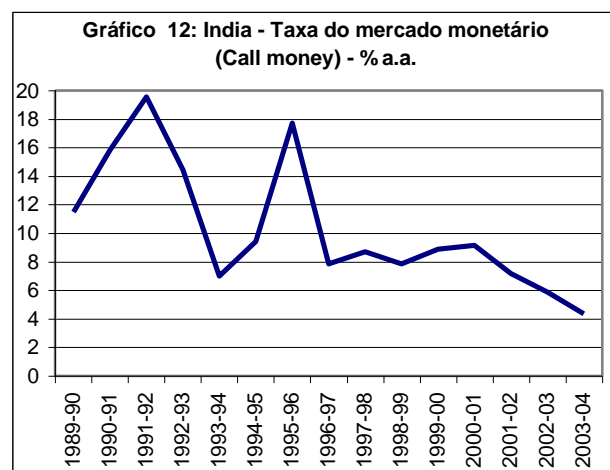
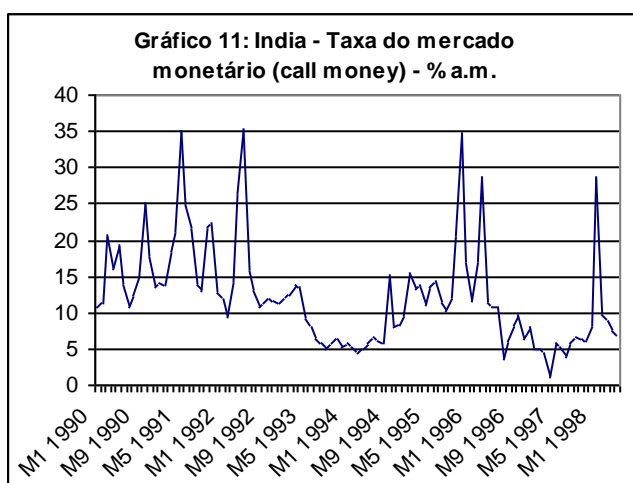
Ano fiscal	Saldo em Conta corrente	Fluxos de capitais (líquido)						Reservas (final de março)	Saldo conta corrente/ PIB (%)	Dívida curto prazo/total dívida (%)	Dívida externa (estoque) / PIB (%)	Razão Serviço da Dívida (%)**
		Investim. direto estrang.	Emprest. comercial externo	Depósitos NRI*	Ajuda externa	Outros capitais	Total fluxos capitais					
1990-91	-9680	103	2248	1536	2210	1091	7188	5834	-3,1	10,2	28,7	35,3
1991-92	-1175	133	1456	290	3037	-1139	3777	9220	-0,3	8,3	38,7	30,2
1992-93	-3526	557	-358	2001	1859	-1123	2936	9832	-1,7	7,0	37,5	27,5
1993-94	-1158	4235	607	1205	1901	1747	9695	19254	-0,4	3,9	33,8	25,4
1994-95	-3369	4922	1030	172	1526	1506	9156	25186	-1,0	4,3	30,8	25,9
1995-96	-5910	4902	1275	1103	883	-3474	4689	21687	-1,7	5,4	27,0	24,3
1996-97	-4619	6153	2848	3350	1109	-2048	11412	26423	-1,2	7,2	24,5	21,2
1997-98	-5500	5390	3999	1125	907	-1410	10011	29367	-1,4	5,4	24,3	19,0
1998-99	-4038	2412	4362	960	820	-294	8260	32490	-1,0	4,4	23,6	17,8
1999-00	-4698	5191	313	1540	901	3155	11100	38036	-1,0	4,0	22,1	16,2
2000-01	-3590	6789	3732	2317	427	-3819	9446	42281	-0,8	3,6	22,4	17,2
2001-02	782	8151	-1579	2754	1204	445	10975	54106	0,2	2,8	21,0	13,9
2002-03	4137	5639	-2353	2976	-2428	9009	12843	75428	0,8	4,4	20,1	14,7

Fonte: Jadhav (2003, p. 48)

Nota:(*) NRI: Non-Resident Indian (Indianos não-residentes); (**) Serviço da dívida / Receitas em transações correntes (bens e serviços)

²⁴ A abordagem de liberalização gradual e restrita da conta de capital na Índia buscou enfatizar a abertura da economia ao investimento direto estrangeiro e a regulamentação de capitais de portfólio em bolsa, que tem o objetivo de reduzir a vulnerabilidade do País a crises externas. Este tipo de abordagem tem contribuído para a relativa facilidade com que a Índia tem enfrentado as crises que afetaram vários países emergentes desde meados de 1997, sem ter a necessidade de fazer maiores alterações nos controles de capitais existentes.

Portanto, a melhoria nos indicadores de vulnerabilidade externa resulta fundamentalmente de um déficit em conta corrente baixo, de uma dívida externa declinante, e com predominância de uma maturidade de longo prazo, e de um nível de reservas internacionais crescente. As reservas internacionais atingiram o volume de US\$ 75,4 bilhões no ano fiscal de 2002-2003²⁵, conseqüência da melhora no saldo em conta corrente e, sobretudo, do crescimento nos influxos de capitais. Esse crescimento resultou fundamentalmente do comportamento de entrada nos fluxos de capitais de portfolio, das remessas de indianos não-residentes para Índia e do investimento direto estrangeiro (IDE). Este último, embora venha aumentando desde os anos 1990, permanece baixo comparado a outros países emergentes de porte médio/grande²⁶, ainda que *surveys* de investidores externos apontem um forte interesse na Índia como destino para os investimentos diretos estrangeiros (IMF, 2005b, p. 20).



Fonte: International Financial Statistics/IMF (Gráfico 4) e Reserve Bank of India (Gráfico 5).

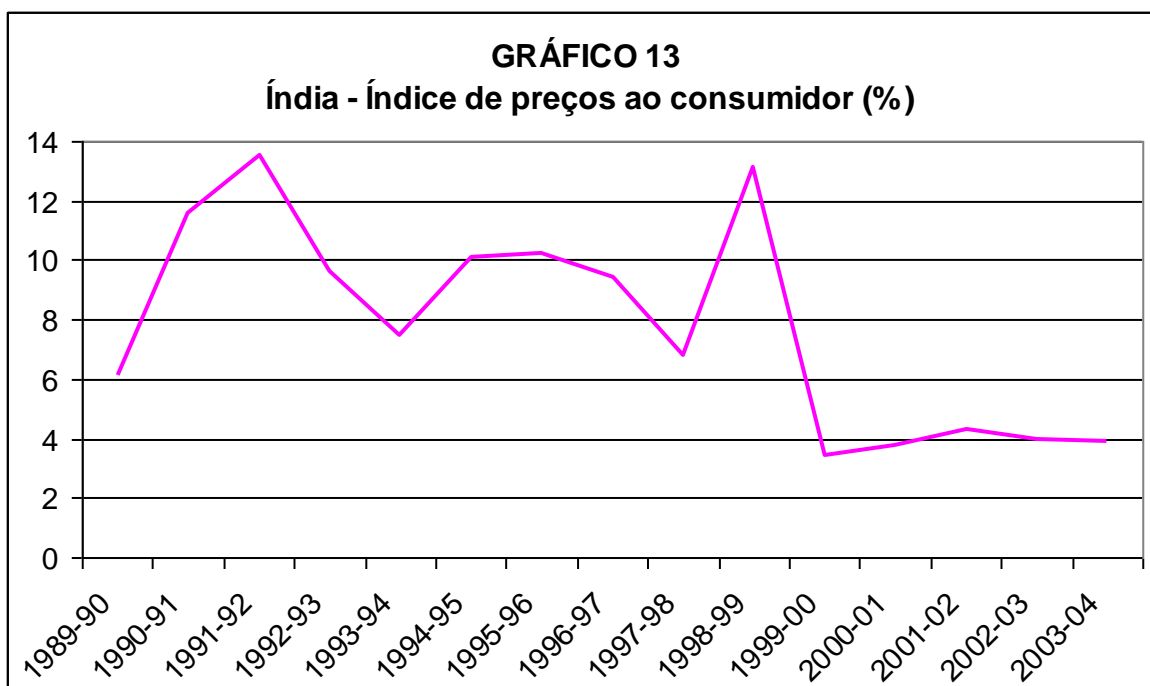
Consistente com a maior estabilidade da taxa de câmbio na Índia, a taxa de juros básica do mercado monetário tem tido uma volatilidade bem maior (Gráfico 11): isto parece evidenciar que a estabilidade da taxa de câmbio requer uma maior volatilidade da taxa de juros, que não apenas se torna a variável de ajuste do modelo macroeconômico,

²⁵ Segundo o Fundo Monetário Internacional (IMF, 2005a, p. 7), as reservas internacionais atingiram US\$ 131,0 bilhões no início de dezembro de 2004, em parte como reflexo de um dólar mais fraco.

²⁶ Segundo dados do IMF (2005b, p. 20), a relação investimento direto estrangeiro/PIB em 2002 era de 3,7% na China, 3,1% no Brasil e 2,1% no México, ao passo que era de apenas 0,6% no caso da Índia. Deve ser assinalado que o regime regulatório para investimento direto estrangeiro na Índia tem sido gradualmente liberalizado desde 1991, não sendo mais particularmente restrito para os padrões internacionais.

como pode inclusive ser utilizada para os propósitos de manter uma maior ordenação no mercado cambial. Em que pese a maior volatilidade da taxa de juros doméstica, esta tem tido uma tendência de queda desde a adoção de um regime de câmbio flutuante administrado, em 1993, movimento este somente revertido por ocasião da eclosão da crise asiática em 1997 (Gráfico 12).

Por fim, no que se refere ao comportamento da inflação, esta teve uma tendência geral de queda ao longo da década de 1990 (independentemente da existência de um déficit fiscal elevado no País²⁷), ainda que tenha tido um movimento ascendente em dois momentos, quais sejam, a crise do balanço de pagamentos de 1991 e os efeitos da crise asiática em 1997 (Gráfico 13). A queda na taxa de inflação tem sido acompanhada por uma concomitante queda nas taxas de juros domésticas.



Fonte: Banco de Reserva da Índia.

Em suma, no que se refere à operação de um regime de câmbio flutuante administrado com uma conversibilidade restrita da conta de capital, a experiência indiana recente tem se revelado um caso bem sucedido de gerenciamento do modelo

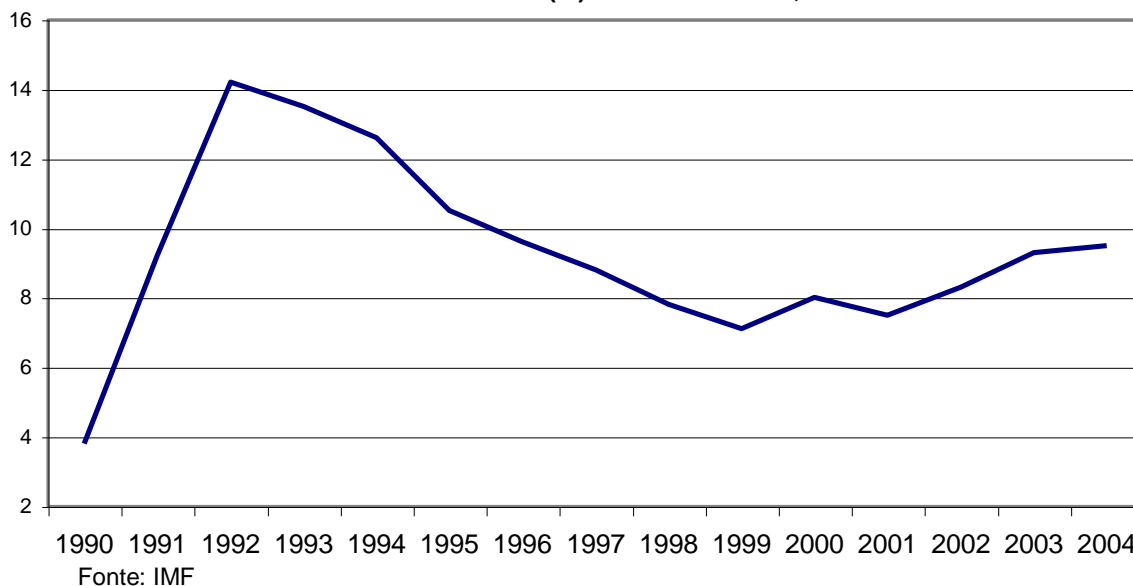
²⁷ Desde o ano fiscal de 1995-1996 o déficit fiscal geral tem se situado acima de 8,0% do PIB, estando em 9,7% em 2003-2004. Deve-se assinalar que a dívida pública na Índia – que atingiu o elevado patamar de 81,6% do PIB em 2002-2003 – é predominantemente doméstica, denominada em rúpia e de longo prazo, conforme dados do Fundo Monetário Internacional (IMF, 2005a).

macroeconômico, que busca criar um ambiente de estabilidade para o crescimento e de reduzida vulnerabilidade externa.

3.4. China: crescimento com estabilidade

O desempenho da economia chinesa tem sido muito significativo nas últimas duas décadas, com um crescimento médio do PIB de 9,3% ao ano entre 1990 e 2004 (Gráfico 14), sendo atualmente a sexta maior economia do mundo. A China tem sido uma importante fonte de crescimento da economia mundial no período recente, contribuindo em 2001-2003 com cerca de 24,0% do crescimento mundial. Esse crescimento tem sido acompanhado por uma notável expansão da China no comércio internacional – cuja participação relativa aumentou de menos de 1,0% em 1979 para cerca de 6,0% em 2003²⁸.

GRÁFICO 14
Taxa de Crescimento Real (%) do PIB da China, 1990-2004



A China tem mantido, desde 1994, um regime cambial que é considerado formalmente um *sistema de câmbio flutuante administrado com uma banda restrita*; na prática, tem se observado, após um pequeno período de valorização do câmbio nominal, a

²⁸ Um aspecto interessante da experiência chinesa recente é que a reforma e a abertura econômica têm sido realizadas de forma gradual e incremental, procurando tanto usar mecanismos para suavizar a transição para uma economia mais orientada pelo mercado quanto para a preservação, em algum grau, da característica socialista da economia. Por exemplo, o estabelecimento de Zonas Econômicas Especiais no início dos anos 1980 foi uma forma de introduzir gradualmente capital e tecnologia estrangeira.

manutenção de um câmbio fixo, com a moeda local (*yuan*) atrelada ao dólar (Tabela 4)²⁹. Desde o final dos anos 1970, o regime de câmbio chinês passou por alterações importantes: inicialmente o câmbio era centralizado; entre 1988 e 1993, o sistema de câmbio era dual, onde a taxa de câmbio fixada oficialmente coexistia com uma taxa determinada por um mercado cambial menos controlado; e a partir de janeiro de 1994 foi adotado um regime de flutuação administrada com uma banda restrita que, ao eliminar a prática de taxas múltiplas de câmbio, acabou se convertendo em um sistema cambial unitário.

Tabela 4: China – taxa de câmbio nominal (fim de período)

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
8,35	8,31	8,29	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28

Fonte: IMF/International Financial Statistics.

A administração da taxa de câmbio na China tem sido permitida tanto pelo crescente e enorme volume de reservas internacionais quanto pela existência de controles na entrada e saída na conta de capitais, sobretudo através de proibições e limites quantitativos. De fato, no final de 1996 existiam várias controles sobre os mercados monetário e de capital na China: não-residentes não eram permitidos operar no mercado monetário, de título e de derivativos doméstico e podiam comprar apenas algumas modalidades de ações das empresas, enquanto que residentes podiam operar nesses mercados apenas com a aprovação prévia do Banco Popular da China e da Administração Estatal das Operações Cambiais (SAFE), sujeito em algumas operações a limites quantitativos, sendo que a emissão de títulos no exterior e contratação de empréstimo externo deveria ser incorporado no Plano Estatal de Dívida Externa (Gao, 2000, p. 21). Portanto, capitais de portfólio são obstaculizados pela segregação no mercado de ações entre residentes e não-residentes, enquanto que restrições sobre outras formas de empréstimos externos são abrangentes e sujeitos a tetos rigorosos.

Esses controles mais severos sobre as transações em moeda estrangeira têm sido gradualmente relaxados e as transações cambiais relativas à conta corrente foram

²⁹ Em julho de 2005, as autoridades monetárias chineses resolveram, em função de pressões da OMC e dos EUA, mudar a vinculação do *yuan* ao dólar norte-americano para uma cesta de moedas, adotando um regime de (pequenas) bandas cambiais móveis, que na prática tem resultado em poucas alterações no funcionamento da política cambial.

permitidas a partir de 1997³⁰, ao mesmo tempo em que tarifas e quotas sobre importações foram reduzidas ou levantadas. Tais medidas, em geral, diminuem as restrições quantitativas à compra de moeda estrangeira, ao mesmo tempo em que dá maior liberdade às instituições estrangeiras a operarem no mercado financeiro e cambial doméstico³¹. A liberalização gradual do sistema cambial na China tem ajudado a garantir uma oferta adequada e prudente de recursos externos, a manter a taxa de câmbio estável e isolar o mercado financeiro doméstico das flutuações violentas do mercado financeiro internacional, em particular as oscilações nas taxas de juros externas e taxas de câmbio.

O atual nível da taxa de câmbio é considerado, em geral, desvalorizado. A taxa de câmbio efetiva real, baseada no índice de preços ao consumidor, experimentou fortes oscilações nos últimos 25 anos, tendo se depreciado acentuadamente nos anos 1980 e no início dos 1990, em função de fortes desvalorizações no câmbio nominal, vindo depois se apreciar por um curto período até meados de 1997, devido ao crescimento da inflação. Desde então, ele mantém-se mais ou menos estável como resultado de uma inflação baixa. A taxa de câmbio efetiva real, quando baseada nos custos unitários de trabalho do setor manufatureiro, mostra uma tendência de depreciação ainda mais acentuada – depreciando em cerca de 85,0% entre 1984 e 1993 – em parte devido a um crescimento dos salários abaixo do crescimento da produtividade do trabalho (Prasad, 2004, Capítulo 4).

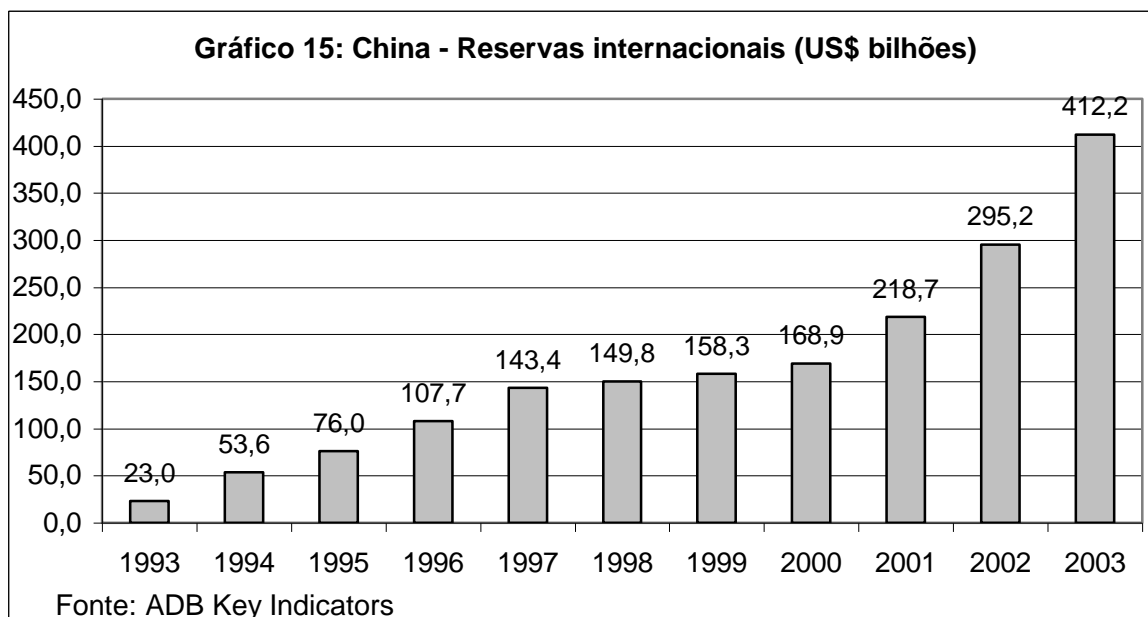
O atual regime cambial da China, em conjunto com a existência de mecanismos de controle nos fluxos de saída de capitais, tem permitido atingir alguns objetivos múltiplos de política econômica: (i) isolar o país do contágio das crises externas, como tipicamente foi o caso da crise asiática de 1997-1998; (ii) a manutenção de um câmbio nominal estável e um câmbio real depreciado tem ajudado no objetivo de um desempenho exportador fortemente positivo; e (iii) a manutenção de um câmbio nominal estável, em contexto de uma crescente

³⁰ Em dezembro de 1996, a China aceitou o artigo VIII do Estatuto do Fundo Monetário Internacional e realizou a conversibilidade plena de sua moeda (*yuan*) nas transações correntes do balanço de pagamentos.

³¹ As medidas de flexibilização do funcionamento do mercado de câmbio incluem: permissão para que empresas estrangeiras invistam no mercado de capitais doméstico (ações do tipo A) e que instituições financeiras estrangeiras emitam títulos em moeda doméstica no mercado doméstico, ainda que sujeito a algumas restrições; diminuição das restrições à compra de moeda estrangeira por parte de residentes na China (foi ampliado de US\$ 2.000,00 para US\$ 20.000,00 a compra de divisas em uma só vez para custear estudos no exterior); permissão para que empresas de capital externo que atuam na China retenham e enviem para o exterior um volume maior de moeda estrangeira; e permissão para que instituições chinesas possam, através do Programa de Instituições Domésticas Qualificadas de Investimento, investir em mercados de capital externos. Ver, a respeito, Lu (2004) e Prasad, Rumbaugh e Wang (2005, anexo II).

abertura comercial do País, em conjunto com uma taxa de juros igualmente estável e baixa, tem permitido alcançar taxas de inflação bem reduzidas a partir de 1997.

O significativo e agudo processo de acumulação de reservas pela China desde o início da década de 1990 (Gráfico 15) – derivado tanto dos elevados superávits em conta corrente³² quanto do significativo aumento da entrada de capitais, sob a forma, sobretudo, de investimento direto estrangeiro – funciona como um elemento de proteção contra possíveis alterações nos movimentos de capitais. Reservas cambiais elevadas têm garantido o atendimento da demanda por liquidez em moedas estrangeiras, assegurando, assim, a estabilidade da taxa de câmbio, o controle da inflação e taxas de juros moderadas para a expansão do crédito doméstico.



Do ponto de vista do fluxo de entrada de capitais externos, observa-se um crescimento significativo neste montante – que passou de US\$ 2,8 bilhões em 1984 para US\$ 10,3 bilhões em 1988 e alcançou a cifra de US\$ 58,6 bilhões em 1998 – acompanhado por uma profunda mudança na composição dos mesmos: em 1984, as participações relativas dos empréstimos externos e do investimento direto estrangeiro (IDE) eram, em ambos casos, de 48,2%, ao passo que, em 1998, eles eram de 18,8% e 77,7%, respectivamente. Assim, vem se destacando, em particular, o crescimento dos fluxos de IDE, que aumentaram dramaticamente ao longo da década de 1990, passando de US\$ 3,5

³²A razão conta corrente/PIB foi da ordem de 1,9% em média entre 1999 e 2002, conforme dados da Tabela 6.

bilhões em 1990 para mais de US\$ 40,0 bilhões a partir de 1996, atraídos pelas perspectivas de bons negócios a longo prazo e pelo fato de que, comparativamente às políticas de liberalização dos fluxos de capitais, as políticas relativas ao IDE começaram cedo, impondo à China poucos controles sobre os fluxos de IDE³³. Os empréstimos externos, por sua vez, tiveram um crescimento bem mais modesto no período, o que foi resultado em grande medida da existência de restrições à contratação de empréstimos do exterior³⁴. Portanto, ao mesmo tempo em que procurou atrair investimento direto estrangeiro, a China foi bastante cautelosa em administrar os empréstimos externos e os capitais de portfólio (Tabela 5).

Tabela 5: China - Tipos de fluxos de capitais (US\$ bilhões)

	1984	1986	1988	1990	1992	1994	1996	1998
Empréstimo externo	1,3	5,0	6,5	6,5	7,9	9,3	12,7	11,0
Invest. direto estrangeiro	1,3	1,9	3,2	3,5	11,0	33,8	41,7	45,5
Outros invest estrangeiro	0,2	0,4	0,6	0,3	0,3	0,2	0,4	2,1
Total	2,8	7,3	10,3	10,3	19,2	43,3	54,8	58,6
	Percentagem do total (%)							
Empréstimo externo	48,2	68,5	63,7	63,1	41,2	21,5	23,2	18,8
Invest. direto estrangeiro	48,2	26,0	31,4	34,0	57,3	78,2	76,1	77,7
Outros invest estrangeiro	3,6	5,5	4,9	2,9	1,5	0,3	0,7	3,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Haihong (2003, p.194).

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, além de ser baixa, declinou no período 1990-2002, alcançando a cifra de 13,5% em 2002. Adicionalmente, a participação da dívida de longo prazo no total da dívida, embora tenha declinado no período, tem ainda uma participação predominante de mais de 70,0%, o que evidencia que o País tem mantido uma estrutura da dívida externa saudável em termos de maturidade. Outros indicadores apresentam um quadro externo favorável à China: a razão dívida externa/exportações – indicador de solvência externa de um país, pois mostra a sua capacidade de gerar divisas para pagar a dívida externa – declinou para quase 50,0% em 2002 (Tabela 6). Já a razão

³³ Predominaram *joint ventures* e empresas estrangeiras como tipos dominantes de IDE.

³⁴ Nos termos das Regulações da República Popular da China sobre Câmbio, adotada em 1997, a aprovação prévia é requerida para qualquer empréstimo externo ou emissão de títulos denominados em moeda estrangeira, instituindo um sistema de registro que é gerenciado pelo governo central.

reservas internacionais/importações esteve entre 7,5 a 8,6 meses no período 1999-2003. Em outras palavras, todos indicadores têm sido mantidos em linha com o que é normalmente percebido como estando dentro dos limites considerados *seguros*.

Tabela 6: China - Indicadores de vulnerabilidade externa (%)

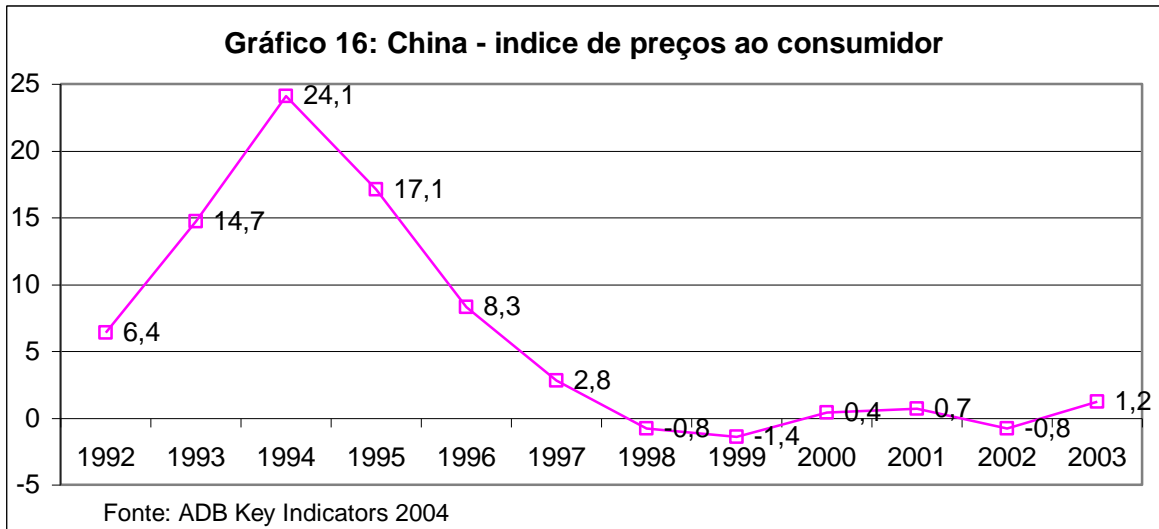
	1985	1990	1995	1999	2000	2001	2002
Dívida externa / PNB	5,5	15,6	17,2	15,6	13,7	14,7	13,5
Dívida CP / dívida externa	59,5	82,3	81,1	90,0	91,0	75,5	71,5
Dívida externa/ Exportações	61,1	89,1	79,4	78,0	58,5	63,9	51,7
Serviço Dívida/Exportações	8,3	11,7	9,9	11,7	9,3	7,9	8,2
Conta Corrente / PIB	-3,7	3,1	0,2	2,1	1,9	1,5	2,8

Fonte: Elaboração própria com base em dados do ADB *Key Indicators* 2004.

No que se refere à estabilidade de preços, já foi ressaltado que a combinação de um câmbio fixo com abertura comercial e juros estáveis e baixos tem resultado em uma inflação baixa na China no últimos anos. Depois de um período de aumentos agudos de preços, atingindo 27,0% em 1994, a inflação declinou rapidamente: entre a metade dos anos 1990 e 2003, a taxa média de inflação anual foi de cerca de 1,0%, com períodos de suave deflação, em que pese o fato do crescimento econômico ter sido vigoroso e, ainda, o fato de que as políticas fiscal e monetária foram expansionistas no período³⁵ (Prasad, 2004, p.14). De fato, os preços dos bens comercializáveis (*tradables*) – entre os quais roupas e produtos alimentícios³⁶ – declinaram de forma persistente a partir de 1997. Embora a maioria dos preços seja atualmente determinada pelas forças de mercado, os controles de preços ainda desempenham algum papel na dinâmica da inflação: os itens farmacêuticos, de educação e de cuidado da saúde são determinados administrativamente e não têm aumentado de forma significativa.

³⁵ O déficit fiscal aumentou de menos de 1,3% do PIB em 1996 para 2,4% do PIB em 2003 (cf dados do Deutsche Bank).

³⁶ Os preços alimentícios, que têm um peso de cerca de 35,0% no índice de preços ao consumidor, teve uma queda cumulativa de 10,0% entre 1997 e 2000.



4. À guisa de conclusões

China, Índia e Rússia, administrando seus regimes cambiais com conversibilidade restrita da conta de capital, têm sido casos, em maior ou menor grau, 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. Em particular no caso da China e Índia, as experiências desses países mostram o quão acertado é estabelecer um gerenciamento adequado e cuidadoso da conta de capital e adotar políticas que visem à redução da vulnerabilidade externa do país. Brasil, por outro lado, tem adotado uma administração cambial menos intervencionista acoplado a uma conta de capital aberta, o que torna a taxa de câmbio bastante volátil. Brasil e Rússia foram favorecidos nos últimos anos pelo aumento dos preços e demanda das *commodities* no comércio internacional, o que tem possibilitado um crescimento puxado, em parte, pelas exportações. O crescimento das exportações nesses países têm resultado, também, numa melhoria nos indicadores de vulnerabilidade externa.

Diante deste contexto, não é de surpreender que, uma comparação entre esses países contrasta os resultados econômicos alcançados: China, Índia e Rússia tiveram um crescimento econômico médio de 8,5%, 5,7% e 6,8% ao ano no período 2000-2004, respectivamente, enquanto que o Brasil teve um crescimento econômico médio de 2,5% no mesmo período.

O capítulo, ao centrar as atenções na lógica do regime cambial e na dinâmica da conversibilidade da conta de capital dos referidos países, mostrou que uma das possíveis respostas para as diferenças de *performance* econômica entre a economia brasileira e as economias dos demais países emergentes do BRIC está relacionada ao fato de que o Brasil - ao contrário de Rússia, Índia e China que implementaram programas de estabilização e de reestruturação econômica que reduziram substancialmente o constrangimento externo e contribuíram para preparar as bases para o crescimento – adotou estratégias de políticas econômicas, a partir dos anos 1990, de cunhos nitidamente liberalizantes não conseguiram assegurar ao País um crescimento sustentado e financeiramente estável

Referências

- AHREND, R.; TOMPSON, W. (2005). Fifteen years of Economic Reform in Russia: what has been achieved? What remains to be done? *Economic Department Working Papers*, nº 430, OECD, May, <http://www.oecd.org/eco>.
- ARESTIS, P.; FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L.F. (2005). *Inflation Targeting in Emerging Countries: the case of Brazil*. Mimeo.
- ARIYOSHI, A.; HABERMEIR, K.; LAURENS, B.; TCKER-ROBER, I.; KRILJENKO, J.; KIRILENKO, A. (2000). Capital controls: country experiences with their use and liberalization. *Occasional Paper* n° 190. Washington: IMF.
- ASIAN DEVELOPMENT BANK (2004). *ADB Key Indicators 2004*.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2005). <http://www.bcb.gov.br>. Acessado em julho.
- BERENGAUT, J.; ELBORGH-WOYTEK, K. (2005). Who is still haunted by the specter of communism? Explaining relative output contractions under transition. *IMF Working Paper*, 05/68, April, <http://www.imf.org>.
- CALVO, G.; REINHART, C. (2002). Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXVII, n. 2, pp. 379-408.
- CARVALHO, F.C.; SICSÚ, J. (2004). Controvérsia recentes sobre controles de capitais. *Revista de Economia Política*. Vol.24, nº2 (94), pp.163-184, abril/junho.
- CARVALHO, F.C., SICSÚ, J. e PAULA, L.F. (2005). *Regime de Câmbio e Financiamento do Crescimento Econômico*. Relatório de Pesquisa BNDES. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.
- DEUSTSCHE BANK (2005). <http://www.dbresarch.de>. Acessado em setembro.
- FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L.F. (2003). The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy. *Investigación Económica*, LXII(244), abril-junio, pp.57-92.

- FERRARI FILHO, F.; SOBREIRA, R. (2004). Regime cambial para países emergentes: uma proposição para a economia brasileira. *Ensaio FEE*, 25(1), pp. 5-30.
- FISCHER, S. (2001). Exchange rate regimes: is the bipolar view correct? *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n. 2, pp. 3-24.
- FRANKEL, J. (1999). No single currency regime is right for all countries or at all times. *NBER Working Paper* no. 7338.
- GE, W. (2003). China: Managing financial integration. In: UNCTAD. *Management of Capital Flows: comparative experiences and implications for Africa*. New York, United Nations, April.
- GRENVILLE, S. (2000). Exchange rate regime for emerging countries. *Reserve Bank of Australia Bulletin*. Sidney, Reserve Bank, November.
- HABERMEIER, K. (2000). India's experience with the liberalization of capital flows since 1991. In: ARIYOSHI *et al.* (2000), *op.cit.*
- HAIHONG, G. (2000). Liberalising China's capital account: lessons drawn from Thailand's experience. *Visiting Researchers Series* n° 6. Institute of Southeast Asian Studies, February.
- HERMANN, J. (2005). Liberalização financeira e crise cambial: a experiência brasileira no período 1987-1999. In: SOBREIRA, R. (org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo, Atlas.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (2005). <http://www.iepadta.gov.br>. Acessado em novembro.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2001). India: Recent Economic Developments and Selected Issues. *IMF Country Report* n° 01/191, October.
- _____. (2003). Russia: Staff Report for the 2003 Article IV Consultation. *IMF Country Report* n° 03/144, May.
- _____. (2004). Russia: Staff Report for the 2004 Article IV Consultation. *IMF Country Report* n° 04/314, September.
- _____ (2005a). India: Staff Report for the 2004 Article IV Consultation. *IMF Country Report* n° 05/86, March.
- _____ (2005b). India: Selected Issues. *IMF Country Report* n° 05/87, March.
- _____ (2005). <http://www.imf.org>. Acessado em julho.
- JADHAV, J. (2003). *Capital account liberalisation: the Indian experience*. Mimeo.
- LU, D. (2004). China's capability to control its exchange rate. *China Economic Review*, n° 15, pp. 343-347.
- MOHANTY, M.; SCATIGNA, M. (2005). Has globalization reduced monetary policy independence? *BIS Papers* no. 23.
- KEYNES, J.M. (1964). *The general theory of employment, interest and money*. New York, HBJ Book.

- OREIRO, J.L.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F.; (2003). Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. *In* SICSÚ, J.; OREIRO, J.L.; PAULA, L.F. *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. Barueri: Manole, 2003.
- PAULA, L.F. (2003). Controle de capitais: lições para o Brasil. *In*: BENECKE, R.; NASCIMENTO, R. (orgs.). *Opções de política econômica para o Brasil*. Rio de Janeiro, Fundação Konrad-Adenauer, pp.435-45.
- PAULA, L.F.; ALVES JR., A.J. (2004). Vulnerabilidade externa e ataques especulativos: a experiência brasileira recente. *In*: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L.F.(orgs.). *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Rio de Janeiro: Vozes.
- PRASAD, E. (2004). China's growth and integration into the world economy. Washington, DC, IMF, *Occasional Paper* nº 232.
- PRASAD, E., RUMBAUGH, T.; WANG, Q. (2005). Putting the cart before the horse? Capital account liberalization and exchange rate flexibility in China. *IMF Policy Discussion Paper* 05/1. Washington, DC, IMF, January.
- PRATES, D. (1999). Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. *In*: FREITAS, M.C. (org.). *Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos Anos 1990*. São Paulo: Fundap/Fapesp.
- PURUSHOTHAMAN, R.; WILSON, D. (2003). Dreaming with BRICs: the path to 2050. <http://www.gs.com>, *Global Economics Paper*, nº99, October.
- RESERVE BANK OF INDIA (2005), www.rbi.org.in, acessado em setembro.
- VALOR ECONÔMICO (2005). 24 de novembro.
- WORLD ECONOMIC OUTLOOK (2005). Washington, *IMF*, September.