

**Instituto de Estudos para o  
Desenvolvimento Industrial**

**ESTRATÉGIAS DE ADMINISTRAÇÃO DOS  
FLUXOS DE CAPITAL NOS ANOS 90:  
EXPERIÊNCIAS DE CHINA E ÍNDIA**

**Outubro/2005**

## Conselho do IEDI

Abraham Kasinski <i>Sócio Emérito</i>	Josué Christiano Gomes da Silva <i>Presidente do Conselho</i>
Amarílio Proença de Macêdo	Lirio Albino Parisotto
Andrea Matarazzo	Luiz Alberto Garcia
Antonio Marcos Moraes Barros	Marcelo Bahia Odebrecht
Benjamin Steinbruch	Miguel Abuhab
Carlos Antônio Tilkian	Nildemar Secches
Carlos Francisco Ribeiro Jereissati	Olavo Monteiro de Carvalho
Carlos Mariani Bittencourt	Paulo Guilherme Aguiar Cunha
Carlos Pires Oliveira Dias	Paulo Setúbal Neto
Claudio Bardella	Pedro Eberhardt
Daniel Feffer	Pedro Franco Piva
Décio da Silva	Pedro Grendene Bartelle
Eugênio Emílio Staub	Pedro Luiz Barreiros Passos
Flávio Gurgel Rocha	Rinaldo Campos Soares
Francisco Amaury Olsen	Robert Max Mangels
Ivo Rosset	Roberto de Rezende Barbosa
Ivocy Brochmann Ioschpe	Roger Agnelli
Jacks Rabinovich	Salo Davi Seibel
Jorge Gerdau Johannpeter	Thomas Bier Herrmann
José Antonio Fernandes Martins	Victório Carlos De Marchi
José Roberto Ermírio de Moraes	Walter Fontana Filho <i>Diretor Geral</i>

Hugo Miguel Etchenique  
*Membro Colaborador*

Paulo Diederichsen Villares  
*Membro Colaborador*

Paulo Francini  
*Membro Colaborador*

Roberto Caiuby Vidigal  
*Membro Colaborador*

Julio Sergio Gomes de Almeida  
*Diretor-Executivo*

## **ESTRATÉGIAS DE ADMINISTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAPITAL NOS ANOS 90: EXPERIÊNCIAS DE CHINA E ÍNDIA<sup>1</sup>**

Introdução .....	1
Países em Desenvolvimento e Integração Financeira.....	2
China: Opção pela Liberalização Gradual e Seletiva .....	3
Evolução dos Fluxos de Capital .....	5
Determinantes da Composição dos Fluxos de Capital.....	10
Estratégia de Acumulação de Reservas e suas implicações.....	12
Índia: Abertura Gradual e Primazia dos Fluxos de Investimento de Portfólio .....	15
Evolução dos Investimentos Estrangeiros.....	20
Fluxos de Capital, Regime Cambial e Acumulação de Reservas.....	24
Anexo.....	27
China: Restrições sobre as Transações de Capital existentes em 31/12/1980 .....	27
China: Controles sobre as Transações de Capital Existentes em 31/12/1996.....	28
China: Flexibilização de Alguns Controles sobre as Transações de Capital, 1997-2004....	29
Índia - Cronologia da Flexibilização dos Controles sobre Fluxos de Investimento de Portfólio, 1990-2004 .....	30

---

<sup>1</sup> Trabalho preparado por Maria Cristina Penido de Freitas.

## INTRODUÇÃO

No contexto da integração e globalização financeira dos anos 80 e 90, alguns países em desenvolvimento, sobretudo aqueles denominados “mercados emergentes”, passaram a receber vultosos fluxos de capital, provenientes das economias industrializadas. A composição dos fluxos e seus impactos nas economias domésticas variaram entre os países, em função do grau de abertura, das condições macroeconômicas, do regime cambial, entre outros.

Em um seminário sobre fluxos internacionais de capital realizado pelo *National Bureau of Economic Research (NBER)* foram discutidas algumas experiências nacionais. Dos estudos disponibilizados no site (<http://www.nber.org/papers>), selecionamos os casos da China e Índia, países com distintas estratégias de integração financeira e de administração dos fluxos externos, cujas economias se mostraram resistentes aos efeitos da crise financeira asiática e russa no final dos anos 90.

Na China, a implementação de uma política gradual e seletiva de flexibilização dos controles sobre os fluxos externos de capital ao longo dos anos 80 e 90 foi coroada de sucesso. Além do predomínio do investimento direto estrangeiro (IDE) – modalidade de fluxos de capital mais desejada pelos países em desenvolvimento devido a sua natureza estável e de sua associação com outros benefícios como a transferência de tecnologia e de expertise empresarial –, o país conquistou em 2004 a posição de destinação principal dos fluxos de IDE que até então pertencia aos Estados Unidos.

Outro aspecto interessante da experiência chinesa é que esses fluxos de IDE provêm, ao contrário da percepção geral, dos países asiáticos avançados, que mantêm superávit comercial com a China, e não dos Estados Unidos e da Europa, os quais constituem os principais mercados para as exportações chinesas.

Em relação aos demais tipos de fluxos de capital estrangeiro, a China manteve seu endividamento externo em um nível baixo ao longo dos anos 90, enquanto os fluxos de capital privado não-IDE eram, até recentemente, pouco expressivos.

Embora em meados dos anos 90, o governo chinês tenha anunciado intenção de implementar a liberalização total da Conta Capital em 2000, essa idéia foi descartada, quando da eclosão da crise financeira asiática. Isto porque entre as autoridades chinesas formou-se consenso de que os fluxos internacionais de capital não-IDE desempenharam um papel crucial nesse processo.

A Índia também implementou, a partir dos anos 90, uma política gradual de flexibilização das Transações Correntes e da Conta Capital, priorizando a atração de fluxos de investimento estrangeiro, direto e de portfólio, e, ao mesmo tempo, colocando restrições ao endividamento externo. Porém, em virtude das especificidades da economia indiana, o país obteve sucesso apenas na atração de fluxos de investimento de portfólio, que, de forma indireta, contribuem para a expansão da economia e para o crescimento das exportações. Os fluxos de IDE são diminutos tanto em comparação com o tamanho da economia quanto em relação aos fluxos globais de IDE.

Tanto a China e a Índia optaram pela constituição de reservas internacionais expressivas, sobretudo, nos anos iniciais da presente década, porém com objetivos distintos. No caso da China, a acumulação de reservas foi iniciada após a crise financeira asiática com o propósito

de “blindar” dos choques externos. Na Índia, a ampliação das reservas está associada à tentativa de conciliação da abertura externa com a autonomia da política monetária e o regime de câmbio flutuante.

Em ambos os países, o processo de liberalização da Conta Capital ainda está em curso. Todavia, não está afastada a hipótese de diminuição no ritmo de flexibilização ou mesmo de introdução de algumas restrições.

As experiências da China e da Índia mostram a importância do controle governamental para a composição dos fluxos de capital estrangeiro, aspecto determinante da qualidade das experiências dos países em desenvolvimento com a globalização financeira. Como ressalta a literatura e as crises financeiras do final da década de 90 comprovam, os fluxos de IDE tendem a ser bem menos voláteis e menos sujeitos a uma súbita reversão do que outros tipos de fluxos externos como os créditos bancários e os investimentos estrangeiros de portfólio, enquanto a dívida externa, sobretudo de curto prazo, aumenta a vulnerabilidade aos riscos da globalização financeira.

## **PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO E INTEGRAÇÃO FINANCEIRA**

Como destacam Prasad & Wei (2005), entre a grande maioria dos economistas existe um amplo consenso acerca do aumento da eficiência da alocação global do capital resultante dos fluxos internacionais de capital. Para os países em desenvolvimento, nos quais o capital é escasso, a integração financeira com o mercado mundial de capitais é considerada fundamental para viabilizar uma trajetória de maior crescimento.

Aqueles países em desenvolvimento que, aderindo a esta visão, liberalizaram suas Conta Capital em meados dos anos 80 — constituindo o grupo que passou a ser conhecido como mercados emergentes — receberam, ao longo da década subsequente, a maior parcela dos fluxos líquidos de capital proveniente dos países industrializados. Entretanto, a liberalização da Conta Capital mostrou-se menos benéfica do que se supunha, uma vez que vários mercados emergentes enfrentaram situação de fragilidade financeira e crises do balanço de pagamento no final dos anos 90. Todavia, as crises em si mesmas podem tornar a integração financeira seja desaconselhável para os países em desenvolvimentos.

Segundo os autores, a ampla literatura mostra que não é apenas o grau da abertura financeira, mas também a composição dos fluxos de capital que determinam a qualidade das experiências dos países em desenvolvimento com a globalização. Por exemplo, os fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE) tendem a ser bem menos voláteis e menos sujeitos a uma súbita reversão do que outros tipos de fluxos externos como os créditos bancários e os investimentos estrangeiros de portfólio. Já a dívida externa claramente aumenta a vulnerabilidade aos riscos da globalização financeira, embora as crises de dívida sejam mais prováveis de afetar os países com maior proporção da dívida externa de curto prazo.

Obviamente, nem a composição dos fluxos nem a maturidade das obrigações externas estão inteiramente sob controle das autoridades governamentais dos países em desenvolvimento. Países com fracos fundamentos macroeconômicos frequentemente dependem de recursos externos, mas apenas obtêm financiamento de curto prazo. A integração financeira pode de

fato agravar os riscos associados a políticas macroeconômicas deficientes, dado que o acesso ao mercado financeiro internacional pode conduzir a um endividamento excessivo que é canalizado para gastos improdutivos do setor público, resultando na ampliação da vulnerabilidade da economia aos choques externos ou mudanças nos sentimentos dos investidores. Em adição, falta de transparência também tem sido associada ao comportamento de manada dos investidores internacionais, o qual pode desestabilizar mercados financeiros nas economias emergentes. Além disso, alto grau de corrupção também afeta a composição dos fluxos de capital, tornando o país mais vulnerável aos riscos de ataques especulativos e efeitos de contágios.

Assim, na visão dos autores, “as conseqüências aparentemente negativas da globalização estão de fato relacionados a tipos particulares de efeitos iniciais. Somente países com sólidas instituições e políticas macroeconômicas saudáveis tendem a ser menos vulneráveis aos riscos associados com a fase inicial da integração financeira e estão aptos a usufruir todos os seus benefícios” (Prasad & Wei, 2005: 17).

A seguir, são apresentados maiores detalhes sobre os casos da China e Índia, países com distintas estratégias de integração financeira e de administração dos fluxos externos, cujas economias se mostraram resistentes aos efeitos da crise financeira asiática e russa no final dos anos 90. A experiência chinesa foi examinada por Eswar Prasad & Sgong-Jin Wei no trabalho intitulado “The Chinese approach to capital inflows: patterns and possible explanations” (<http://www.nber.org/papers/w11306.pdf>) enquanto o caso da Índia é analisado por Ajay Shah & Ila Patnaik em “India’s experience with capital inflows: the elusive quest for a sustainable current account deficit” (<http://www.nber.org/papers/w11387.pdf>).

## **CHINA: OPÇÃO PELA LIBERALIZAÇÃO GRADUAL E SELETIVA**

Além de ter alcançado uma posição proeminente no comércio mundial, com participação superior a 6%, a China tornou-se um importante pólo de atração para os fluxos de investimento direto estrangeiro. Em 2003, este país conquistou a posição de destinação principal dos fluxos de IDE que pertencia aos Estados Unidos.

Ao longo das décadas de 70 e 80, os fluxos de capital destinados à China eram mínimos, não só em virtude dos estritos controles de capital como a relutância dos investidores internacionais em empreender negócios em uma economia socialista com limitada abertura ao comércio internacional e instituições fracas. Porém, tudo isto começou a mudar no início dos anos 90 quando os fluxos de IDE cresceram dramaticamente em razão da abertura seletiva da conta de capital promovida pelo governo chinês e da rápida expansão do comércio que, em conjunção com o amplo mercado de trabalho doméstico, criaram inúmeras oportunidades para os investidores estrangeiros. Desde então, a China vem recebendo massivos e crescentes fluxos de capital, mesmo durante a crise da Ásia no final dos anos 90.

Os fluxos de capital destinado à China são em sua grande maioria constituídos de IDE, a forma preferida, pelos mercados emergentes, de fluxos de capital estrangeiro, devido a sua natureza estável e de sua associação com outros benefícios como a transferência de tecnologia e de expertise empresarial. Um outro aspecto interesse da experiência chinesa é que estes

fluxos são provenientes, ao contrário da percepção geral, dos países asiáticos avançados, que mantêm superávit comercial com a China, e não dos Estados Unidos e da Europa, os quais constituem os principais mercados para as exportações chinesas.

Em relação aos demais tipos de fluxos de capital estrangeiro, a China manteve seu endividamento externo em um nível baixo ao longo dos anos 90, enquanto os fluxos de capital privado não-IDE eram, até recentemente, pouco expressivos.

Sob distintas perspectivas, a China é o protótipo do país em desenvolvimento que se beneficia mais dos fluxos de IDE do que de outros tipos de capital externo. O predomínio da modalidade de investimento direto nos fluxos de capital estrangeiro destinados à China implica melhor controle dos riscos e maior obtenção dos benefícios prometidos pela integração financeira do que outros mercados emergentes que adotaram uma abordagem menos cautelosa na liberalização da Conta Capital.

A política de abertura gradual e seletiva adotada pela China apresenta inúmeras vantagens. Com regime de câmbio fixo, a abertura da economia a outros tipos de fluxos financeiros que não o IDE, os quais tendem a ser menos estáveis e sujeitos à súbita interrupção ou retração, não é muito recomendável. O endividamento externo dos bancos pode, por exemplo, causar forte instabilidade no mercado de câmbio e ter efeitos dúbios para o crescimento da economia doméstica. As restrições impostas ao endividamento externo do sistema bancário doméstico, predominantemente público e sem experiência na concessão de crédito ao setor privado, se mostraram bem úteis. Como evidenciou a experiência recente de alguns países asiáticos, a captação de recursos no exterior por um sistema bancário com supervisão fraca para o financiamento da economia doméstica pode gerar sérios desequilíbrios.

O estágio inicial da abertura gradual da abertura externa foi concebido para atrair somente o tipo de capital considerado útil para a transmissão de know-how técnico e gerencial. De acordo com as declarações oficiais, o IDE era bem-vindo, mas o país agradecia e recusava fluxos de crédito externo e de investimento de portfólio. Requerimentos relativos ao desempenho exportador e aos saldos cambiais foram inicialmente impostos para as empresas estrangeiras que investissem no país. As restrições sobre o IDE foram relaxadas passo a passo, ao mesmo tempo em que se criava um sistema de incentivos para as empresas de capital estrangeiro e para as *joint-ventures*. Com o passar do tempo, o governo iniciou a flexibilização das restrições ao endividamento externo pelas corporações e permitiu a constituição de mercado para certas classes de ações (B, H, N) (Ver Anexo).

Em meados dos anos 90, o governo chinês anunciou a intenção de implementar a liberalização total da Conta Capital em 2000. Contudo, o impacto psicológico da crise financeira asiática foi profundo. Vários países que a China tomava como modelo para o seu processo de desenvolvimento, em especial a Coreia, mergulharam abruptamente em uma crise profunda. Entre autoridades chinesas havia clara percepção que os fluxos internacionais de capital não-IDE desempenharam um papel crucial nesse processo, o que levou à reavaliação da programada liberalização da Conta Capital. Assim, a idéia de ampla abertura financeira em 2000 foi descartada e em seu lugar surgiu a preocupação em ampliar o nível de reservas internacionais como forma de evitar crises dolorosas.

## Evolução dos Fluxos de Capital

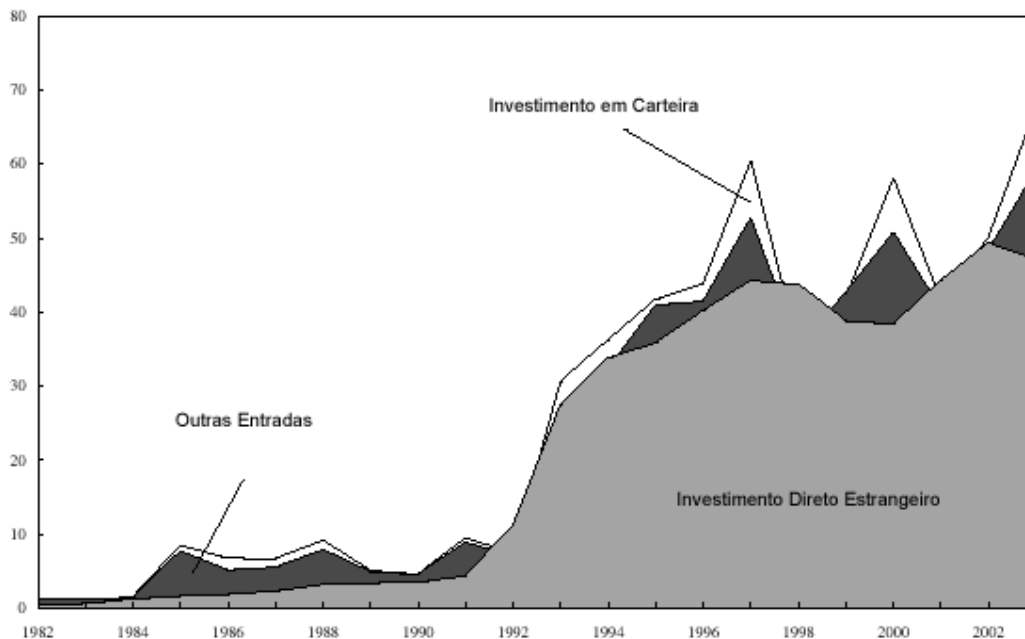
Os fluxos brutos de capital para China eram inexpressivos antes do início dos anos 80. A partir de 1984, a categoria de fluxos externos “outros investimentos”, que inclui empréstimos bancários, ganhou importância, mantendo-se como principal modalidade de fluxo nos anos 80.

Já os fluxos de IDE que cresceram gradualmente entre o início dos anos 80 e início dos anos 90, aumentaram de forma vertiginosa a partir de meados da década de 90, consolidando-se como o principal tipo de fluxo de capital internacional destinado à China nos anos 90, não tendo sido afetados de forma significativa pela crise asiática. Dados mais recentes indicam que após oscilar no patamar de US\$ 50 bilhões entre 2002 e 2003, os fluxos brutos de IDE ficaram próximos de US\$ 61 bilhões em 2004 (dados preliminares).

De uma perspectiva comparada, os fluxos líquidos de capital recebidos pela China são grandes em termos da magnitude absoluta, mas não em termos relativos ao tamanho da economia. Antes da crise da Ásia, alguns dos tigres asiáticos receberam maiores fluxos de capital relativamente ao PIB.

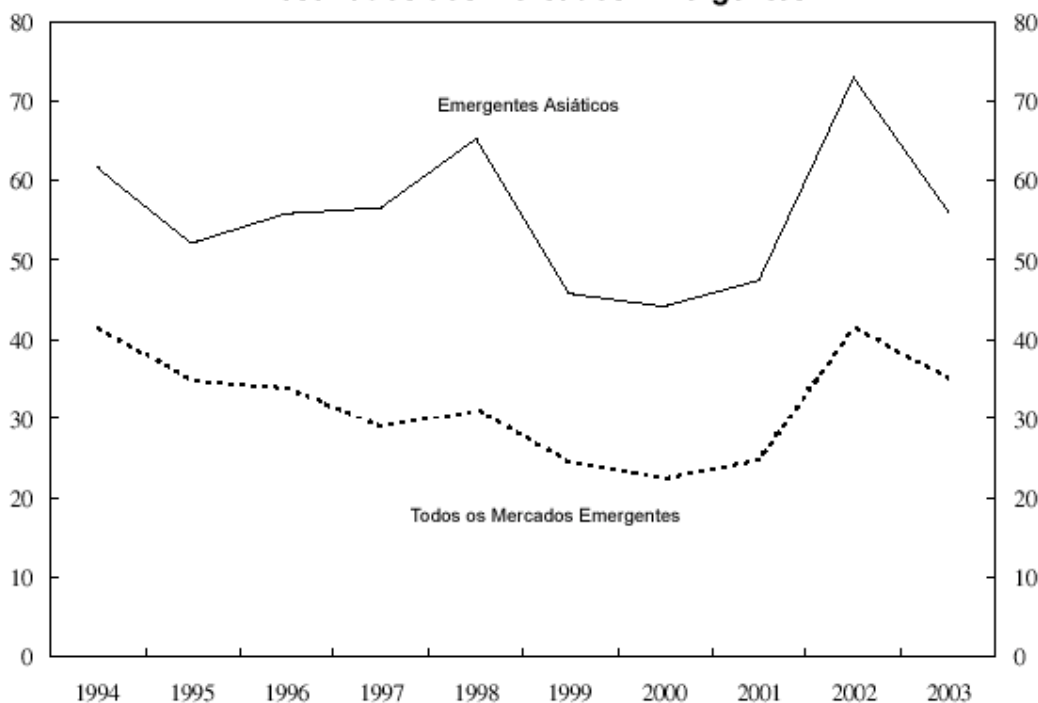
Porém, considerando apenas os fluxos brutos de IDE, a China recebeu ao longo da década passada, cerca de um terço do total dos fluxos brutos de IDE destinados aos mercados emergentes e cerca de 60% dos fluxos destinados aos mercados emergentes asiáticos. A participação da China nos fluxos brutos totais de IDE aumentou durante a crise financeira da Ásia e, mais recentemente, em 2002, quando a perda de dinamismo da economia global redundou na retração dos fluxos dos países industrializados destinados aos demais mercados emergentes. Com a reativação dos fluxos em 2003, ocorreu um declínio correspondente na participação relativa da China, muito embora os volumes destinados ao país não tenham se alterado.

**China: Volume e Composição dos Fluxos Brutos de Capital Estrangeiro  
US\$ Bilhões**



Extraído de Prasad & Wei (2005: 51)

### China: Participação no Fluxo de IDE Destinados aos Mercados Emergentes



Extraído de Prasad & Wei (2005: 54)

### China : Balança de Pagamentos (US\$ Bilhões)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>(1)</sup>
<b>Reservas Internacionais Brutas</b> <sup>(2)</sup>	30,2	44,3	21,2	23,0	53,6	76,0	108	143	150	158	169	219	295	457	663,6
<b>Transações Correntes</b>	12,0	13,3	6,4	-11,9	7,7	1,6	7,2	29,7	29,3	21,1	20,5	17,4	35,4	45,9	70,0
<b>Conta Capital</b>	-2,8	4,6	-0,3	23,5	32,6	38,7	40,0	23,0	-6,3	5,2	2,0	34,8	32,3	97,8	112,0
<b>IDE (líquido)</b>	2,7	3,5	7,2	23,1	31,8	33,8	38,1	41,7	41,1	37,0	37,5	37,4	46,8	47,2	55,0
Portfólio (líquido)	-0,2	0,2	-0,1	3,1	3,5	0,8	1,7	6,8	-3,7	-11,2	-4,0	-19,4	-10,3	11,4	...
Outros Investimentos (líquido)	-5,2	0,9	-7,4	-2,7	-2,7	4,0	0,2	-25,5	-43,7	-20,5	-31,5	16,9	-4,1	39,1	...
<b>Erros e Omissões (líquido)</b>	-3,1	-6,7	-8,3	-9,8	-9,8	-17,8	-15,6	-17,0	-16,6	-17,8	-11,9	-4,9	7,8	18,4	24,3
<b>Saldo Conta Capital - exceto IDE</b> <sup>(3)</sup>	-8,6	-5,6	-15,7	-9,4	-8,9	-13,0	-13,7	35,6	64,0	-49,4	-47,4	-7,4	-6,7	69,0	81,3

Fonte: Prasad & Wei (2005: 46).

(1) Dados preliminares para 2004.

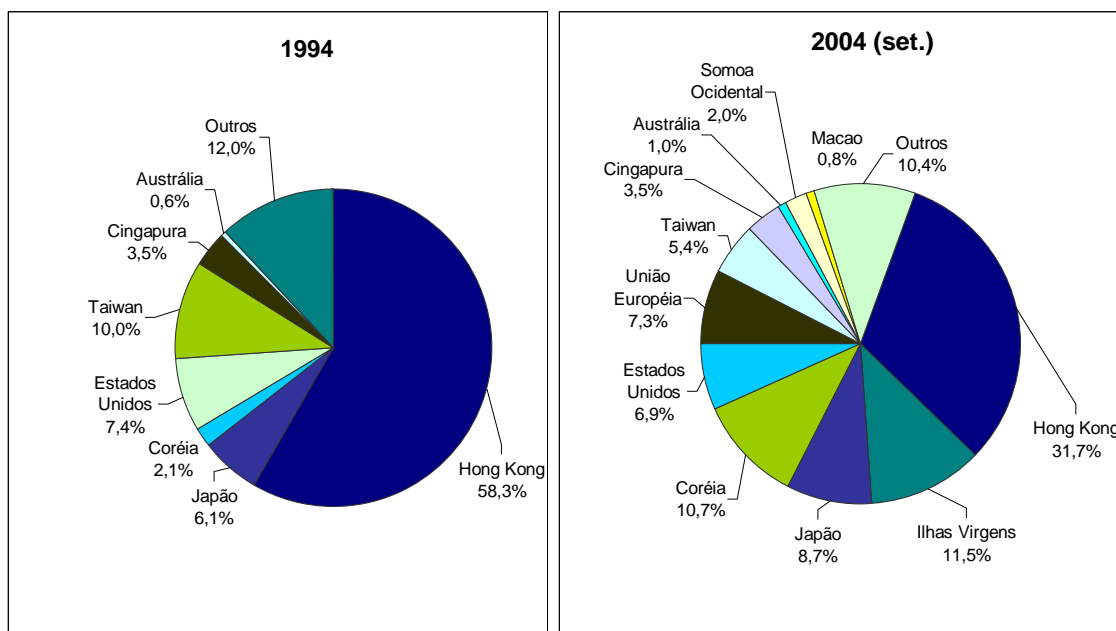
(2) Os dados de 2003 e 2004 para Reservas Internacionais incluem os US\$ 45 bilhões utilizados na recapitalização de dois bancos comerciais estatais no final de 2003.

(3) Inclui Erros e Omissões.

Em relação à proveniência dos fluxos de IDE recebidos pela China, constata-se o predomínio de Hong Kong. Os autores alertam que uma parcela substancial dos fluxos de IDE originados em Hong Kong representa *round-tripping* (saída e entrada simultânea) de capital chinês para se beneficiar do tratamento fiscal mais favorável ao investimento estrangeiro relativamente ao investimento doméstico. Embora seja difícil estimar a extensão deste fenômeno, o expressivo declínio da participação de Hong Kong nos fluxos totais de IDE de 58 % em 1994 para 32% em 2004 pode significar que a magnitude do *round-tripping* como proporção dos fluxos de IDE diminuiu ao longo da década de 90.

Uma parcela substancial dos fluxos de IDE recebidos pela China provém dos países asiáticos industrializados e não dos países ocidentais, como Estados Unidos e países da União Européia. No período 2001-2004, por exemplo, cinco economias da região respondiam em conjunto por 60% dos fluxos totais de IDE. Já os Estados Unidos e a União Européia respondiam, em conjunto, por apenas 15% dos fluxos totais em 2003 e 14,2% em 2004 (dados preliminares), contra 22% no biênio 1999-2000. Segundo, Prasad & Wei, a maior participação das economias asiáticas avançadas nos fluxos de IDE sugere que a China junto com os investimentos também recebeu transferência tecnológica e de *expertise* gerencial.

China: Fluxos de IED por País de Origem (Em %)



Fonte: Prasad & Wei (2005: 41, Tabela 1). Elaboração Própria.

No que se refere à destinação setorial dos fluxos de IDE, os dados apresentados por Prasad & Wei revelam a primazia da indústria de transformação, que recebe cerca de dois terços dos investimentos estrangeiros. Em segundo lugar, aparece o setor imobiliário, com participação nos fluxos totais de cerca de 10% em 2003. Na indústria de transformação, os setores que mais atraem IDE são o de material eletrônico e o de comunicação.

No período 1998-2004, a indústria de transformação ampliou em 15 pontos percentuais sua participação nos fluxos de IDE, às expensas, sobretudo, dos setores de serviços industriais de utilidade pública (*utilities*), construção, serviços de transporte e telecomunicação e imobiliário. Na interpretação dos autores, a perda de participação dos setores não-*tradables* nos fluxos de IDE indica que os investimentos destinados à China têm sido estimulados pelo crescente acesso (atual e esperado) do país no comércio mundial após sua adesão à Organização Mundial de Comércio (OMC).

### China: IDE <sup>(1)</sup> por Setor de Atividade (Em %)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>(2)</sup>
Setor Primário	1,4	1,8	1,7	1,9	1,9	1,9	1,8
Indústrias Extrativas	1,3	1,4	1,4	1,7	1,1	0,6	0,6
Indústria de Transformação	56,3	56,1	63,5	65,9	69,8	69,0	70,9
Eletrônico e Comunicação	5,3	7,8	11,3	15,1	20,0	11,9	13,0
Utilities	6,8	9,2	5,5	4,8	2,6	2,4	2,0
Construção	4,5	2,3	2,2	1,7	1,3	1,1	1,3
Transporte e Telecomunicação	3,6	3,8	2,5	1,9	1,7	1,6	2,2
Distribuição	2,6	2,4	2,1	2,5	1,8	2,1	1,3
Setor Bancário e Financeiro		0,2	0,2	0,1	0,2	0,4	0,4
Setor Imobiliário	14,1	13,9	11,4	11,0	10,7	9,8	9,4
Serviços Sociais <sup>(3)</sup>	6,5	6,3	5,4	5,5	5,6	5,9	5,9
Outros <sup>(4)</sup>	2,7	2,3	3,8	2,7	3,0	4,8	4,0

Fonte: Prasad & Wei (2005: 42). Elaboração Própria.

Nota:

(1) Refere-se ao IDE já utilizado e não ao IDE contratado.

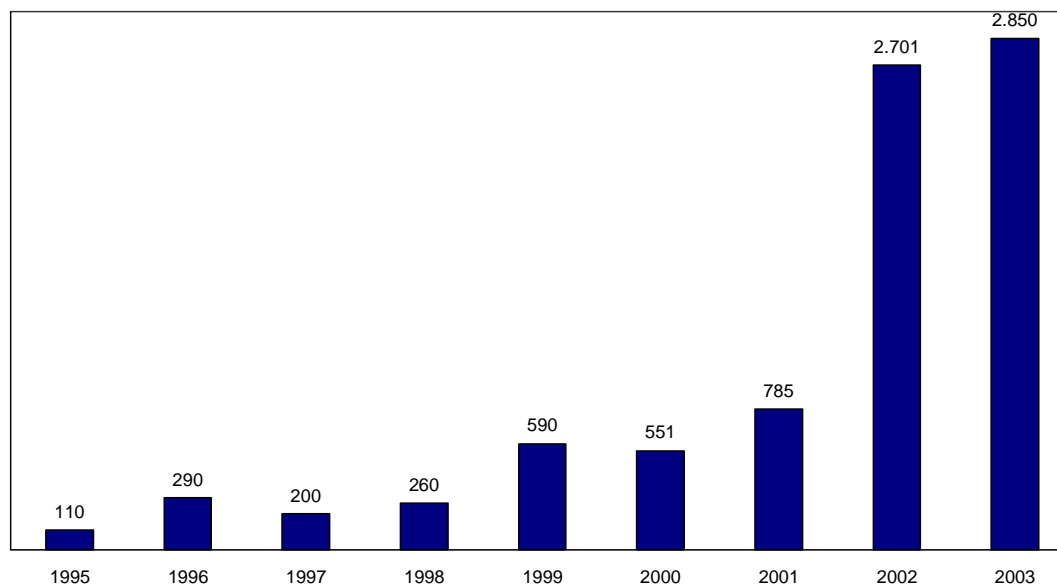
(2) Posição em setembro.

(3) Inclui hotéis, *social welfare*, instalações esportivas e clínicas de saúde.

(4) Inclui meios de comunicação e pesquisa científica.

Ainda em relação aos fluxos de IDE, um outro aspecto interessante da experiência chinesa é o recente aumento dos investimentos chineses no estrangeiro, em decorrência da política governamental de gradual liberalização da Conta Capital. Como a China tem intensificado suas relações comerciais com as demais economias asiáticas, os investimentos diretos de residentes chineses concentram-se na região, em particular em Hong Kong, Tailândia, Camboja e Vietnã. Porém, embora tenham se ampliado de forma considerável a partir da segunda metade dos anos 90 e, sobretudo, na presente década, os investimentos chineses no estrangeiro ainda são modestos: em 2003 o montante total perfazia cerca de US\$ 2,9 bilhões.

### China: Total de Investimento Direto no Exterior (US\$ Milhões)

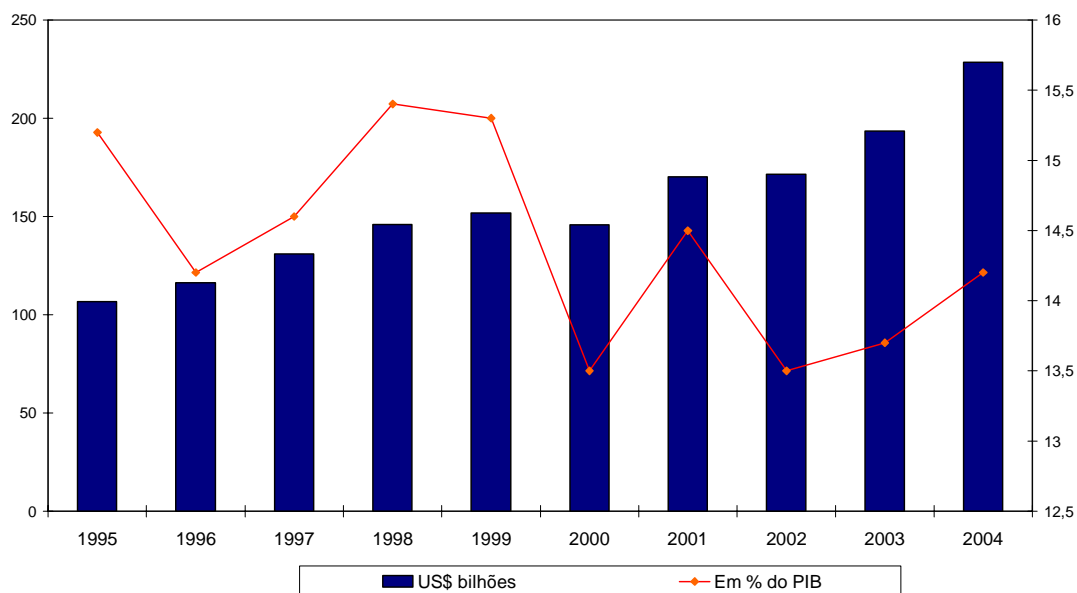


Fonte: Prasad & Wei (2005: 44, Tabela 4). Elaboração Própria.

Diferentemente de alguns países emergentes, como já mencionado, o governo chinês tem se mostrado bastante cauteloso na contratação de dívida externa. Até recentemente, o endividamento soberano era diminuto enquanto as empresas eram desencorajadas a buscar financiamento no exterior. Como resultado desta política de não-endividamento externo, embora em montantes absolutos, a dívida externa da China venha crescendo desde meados dos anos 80, como proporção do PIB tem se mantido relativamente estável em torno de 15% desde o início dos anos 90.

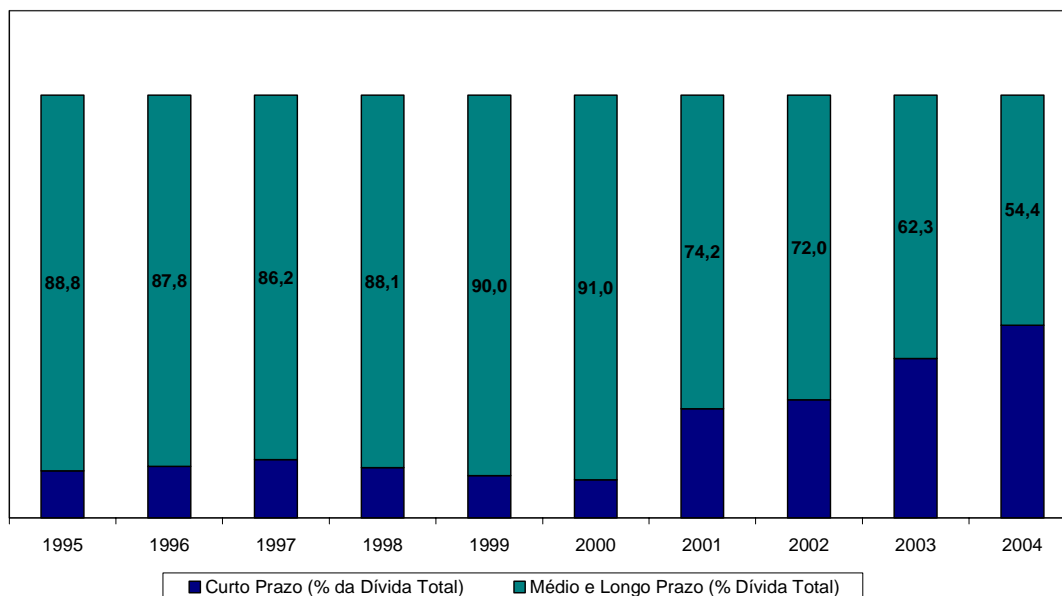
A estrutura de maturidade da dívida externa chinesa tem, não obstante, se alterado significativamente no período recente, com a ampliação da participação da dívida de curto prazo na dívida total, que atingiu de 45% em 2004 contra 9% em 2000. Este aumento na dívida externa de curto está longe, contudo, de significar uma maior vulnerabilidade da economia chinesa, pois como ressaltam Prasad & Wei (2005: 7), uma parcela importante da dívida de curto prazo é constituída, desde 2001, de créditos comerciais, ou seja, são operações de financiamento ao comércio exterior. Como proporção da dívida total, os créditos comerciais saltaram de 13% em 2001 para 19% em 2003.

China: Evolução da Dívida Externa Total



Fonte: Prasad & Wei (2005: 45, Tabela 5). Elaboração Própria.

### China: Evolução da Dívida Externa por Maturidade



Fonte: Prasad & Wei (2005: 45, Tabela 5). Elaboração Própria

### Determinantes da Composição dos Fluxos de Capital.

Embora os fluxos de capital não-IDE tenham crescido significativamente em 2003 e 2004, os fluxos de investimento direto estrangeiro permanecem historicamente como a modalidade dominante de fluxo de capital externo recebido pela China. A China parece ter se beneficiado de um padrão de fluxos de capital com dominância dos IDE, o qual a maioria dos países emergentes almeja, mas poucos conseguem.

Segundo Prasad & Wei (2005:4), “saber se a composição dos fluxos de capitais é resultado da política, da estrutura das instituições ou de pura sorte é uma questão intrigante”. Várias hipóteses têm sido consideradas na literatura para explicar a composição dos fluxos de capital da China, e em particular, o predomínio dos fluxos de IDE. Os autores examinam as distintas explicações para verificar se são consistentes com os fatos, ao mesmo tempo em que apresentam uma descrição detalhada das restrições da Conta Capital chinesa e sua evolução ao longo das últimas duas décadas (ver Anexo).

A explicação mais tradicional para o incomum predomínio do IDE na composição dos fluxos externos da China aponta para a estratégia política de desencorajar o endividamento externo e dos fluxos de investimento estrangeiro de portfólio combinada com a concessão de incentivos aos fluxos de IDE. Segundo os autores, de fato, até recentemente, os incentivos fiscais concedidos ao IDE favoreciam as empresas de capital estrangeiro, parte de escolha política explícita de estimular esta modalidade de fluxo externo e restringir os demais.

Desde o início das reformas econômicas de 1978, o governo chinês ofereceu um tratamento fiscal generoso para as empresas estrangeiras. Nos dois primeiros anos de obtenção de lucro, as empresas de capital estrangeiro estavam isentas do imposto de renda de pessoa jurídica. Nos anos subsequentes, as empresas estrangeiras estavam sujeitas a uma alíquota de 15%, o

que representava menos da metade da alíquota normal de 35% que vigoravam para as empresas chinesas.

Comparando o regime legal chinês com o de quarenta e nove outros países no ano de 2000 a partir de informações levantadas pela *PricewaterhouseCoopers*, Prasad & Wei concluíram que não fica claro o que torna a China tão atraente como destino dos fluxos de IDE. Embora tenham examinado incentivos explícitos e restrições que constam de leis e regulamentos, acreditam que devam existir incentivos ou restrições não-explícitas que são partes importantes do ambiente geral dos negócios e que influenciam as decisões do investidor estrangeiro.

Outra hipótese explicativa para o padrão chinês de fluxo de capital sugere que o encorajamento dos fluxos de IDE integra a estratégia mercantilista de promover o crescimento orientado para exportações (*export-led growth*), incentivado pela manutenção de uma taxa de câmbio desvalorizada. De acordo com os autores, a idéia básica desta hipótese é que, com um amplo excedente de mão-de-obra e com um sistema bancário absolutamente ineficiente, a estratégia mais apropriada de crescimento para a China é utilizar IDE para promover o “bom” investimento no setor exportador e manter a taxa de câmbio desvalorizada para garantir a competitividade das exportações. Nesse contexto, para manter o equilíbrio, a China permitiria que empresas originárias dos países que integram seu mercado exportador, em particular, dos Estados Unidos realizem investimentos diretos para se beneficiar da mão-de-obra farta e barata e, assim, auferir lucros substanciais. Isto inibiria ações dos Estados Unidos para forçar a China a alterar seu regime cambial. Ademais, a compra pela China de títulos públicos norte-americanos para integrar as reservas internacionais funcionara como um “colateral” ou um seguro para as empresas estrangeiras que investem na China.

Na interpretação de Prasad & Wei, a chamada hipótese mercantilista não é consistente com os fatos e com os dados estatísticos. A maior parte dos fluxos de IDE destinados à China provem de países que são exportadores para a China e não países importadores de produtos chineses, como são os casos dos Estados Unidos e da Europa. Além disso, argumentam que:

- (i) a China optou por não desvalorizar o iuane em 1997-98, muito embora isto pudesse ampliar suas exportações;
- (ii) a constituição de reservas internacionais é um fenômeno relativamente recente; e
- (iii) na maior parte das últimas duas décadas até 2001, a moeda chinesa, também conhecida como *renminbi*, esteve provavelmente sobrevalorizada e não desvalorizada vis-à-vis o dólar, se a cotação do prêmio do mercado negro for considerada como indicador.

Uma outra diferente possibilidade é que a participação predominante do IDE nos fluxos externos destinados à China na década de 90 reflita deficiências no mercado de capital domésticos. Em particular, as empresas privadas chinesas eram discriminadas em relação às empresas estatais tanto no sistema bancário, já os bancos públicos destinavam a maior parte dos créditos às empresas estatais, como no mercado acionário, onde enfrentavam dificuldade para obtenção do registro necessário para a negociação das ações na Bolsa de Valores. Em decorrência destas restrições, as empresas privadas nacionais procuravam se beneficiar da política governamental em prol do IDE utilizando *joint ventures* com investidores estrangeiros como expediente para a obtenção do capital necessário à realização de investimentos. Essas parcerias representavam vantagem para os investidores estrangeiros que recebiam expressivos dividendos de seus parceiros chineses, mesmo no caso deste investidor não ter um *know-how*

particular (tecnológico, gerencial ou de marketing) para oferecer. Se o sistema financeiro chinês não adotasse procedimentos discriminatórios em relação às empresas privadas nacionais, uma grande parte do investimento estrangeiro sob a forma de *joint ventures* talvez não tivesse ocorrido. Nesse sentido, os autores acreditam que a deficiência do sistema financeiro doméstico pode ter efetivamente contribuído para elevar artificialmente o nível de IDE.

Governança, conceito que inclui vários aspectos da administração pública, é um outro determinante potencialmente importante da composição dos fluxos de capital externo. Diferentemente de outras modalidades, o IDE que é usado para a instalação de plantas industriais em propriedade conjunta com empresários chineses fornece aos investidores estrangeiros maior possibilidade de sucesso nas negociações com a intrincada burocracia da China. Isto, no entanto, contraria a recente literatura que examina o papel das instituições, segundo a qual instituições fracas — com alto grau de corrupção, pouca transparência e sistema judicial deficiente — afetariam o volume e o padrão dos fluxos de capital externo. Pouca transparência tenderia a desencorajar os investimentos internacionais de portfólio, dado que uma fraca governança pública tende a exacerbar a volatilidade dos mercados acionários, em virtude da existência de *insider trading*. Corrupção elevada desencorajaria, por sua vez, os investimentos diretos estrangeiros. Porém, considerados em conjunto, estes fatores não conseguem explicar a composição particular dos fluxos de capitais na China, uma vez que a fraca governança tenderia a favorecer o predomínio do endividamento externo e não dos fluxos de IDE.

Não é simples desagregar empiricamente as várias hipóteses acima arroladas para explicar porque a China recebe mais fluxos de IDE do que outros tipos de fluxos de capital externo. Na avaliação de Prasad & Wei, a natureza do regime chinês de controle de capital e os incentivos concedidos aos fluxos de IDE são os principais determinantes da composição de capitais externos recebidos pela China. Essa composição dos fluxos de capital da China é resultado de uma estratégia pragmática que foi sendo ajustada ao longo dos anos através de tentativa e erro. O padrão dos anos 80 e início dos 90 pode igualmente refletir uma combinação de inércia e sorte, enquanto o padrão pós-97 reflete o temor provocado pela crise financeira asiática.

Porém, os autores alertam que é preciso considerar que os fluxos de IDE podem estar artificialmente inflados em razão dos incentivos existentes para esta modalidade. Ou seja, outros fluxos podem estar disfarçados de IDE para contornar as restrições existentes e se beneficiar das políticas de favorecimento a este tipo de investimento estrangeiro.

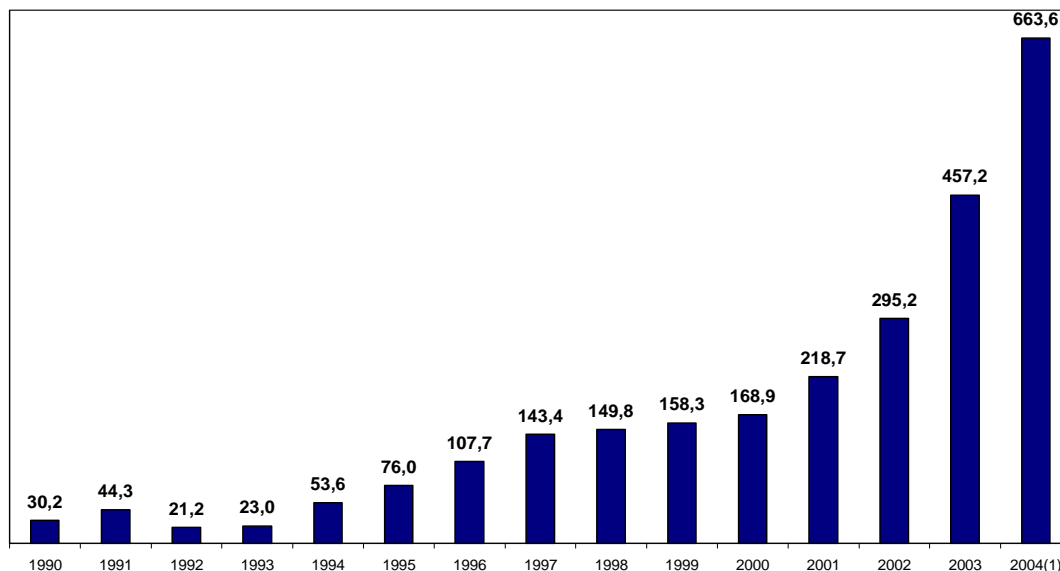
### **Estratégia de Acumulação de Reservas e suas implicações.**

De acordo com os autores, o exame da evolução do balanço de pagamentos e do estoque de reservas internacionais possibilita avaliar de uma outra perspectiva os fluxos de capital externo destinados à China.

As reservas internacionais brutas da China aumentaram consideravelmente ao longo da última década, sobretudo no período 1994–97, quando a acumulação de reservas cresceu em média US\$ 30 bilhões ao ano, sustentada por forte entrada de IDE. Esse ritmo de expansão se intensificou no período recente, em particular no ano de 2003. De um patamar inferior a US\$ 50 bilhões durante o período 1990-93, as reservas chinesas atingiram US\$ 457 bilhões no final de 2003, o que corresponde a 32% do PIB chinês. Com isto, a China se tornou o segundo país do mundo por estoque de reservas internacionais, ficando atrás apenas do Japão.

Em 2004, as reservas brutas continuaram a crescer, ainda mais rapidamente que nos anos anteriores, totalizando US\$ 619 bilhões, segundos os dados oficiais preliminares.

**China: Reservas Internacionais Brutas (US\$ Bilhões)**



Fonte: Prasad & Wei (2005: 46). Elaboração Própria.  
 Nota: (1) Dados preliminares para 2004.

Na década de 90, os fluxos cumulativos dos superávits das Transações Correntes respondem por US\$ 216 bilhões do aumento total do estoque de reservas de cerca de US\$ 430 bilhões, enquanto os fluxos acumulativos de capital externo participam com US\$ 300 bilhões. A diferença corresponde aos Erros e Omissões, cujo montante total cumulativo é de -US\$ 85 bilhões no período.

No período 1998-2000, ou seja, logo após a crise asiática, o ritmo de acumulação de reservas caiu de maneira expressiva. A forte saída de outros investimentos ao lado do elevado valor negativo da conta Erros e Omissões anularam parte do efeito do expressivo volume de IDE e do vigoroso superávit das Transações Correntes, decorrente da ampliação dos superávits comerciais.

A forte e súbita elevação das reservas, a partir de 2001, desperta atenção, em particular, porque foi acompanhada por um *boom* sustentado das exportações e pela possibilidade do iuane ter se tornado fortemente subvalorizado no período, como sustentam inúmeros analistas e observadores estrangeiros. O mais significativo aumento neste período foi verificado nos fluxos não-IDE (que incluem o resultado de Erros e Omissões), que saltaram de uma média de -US\$ 53,6 bilhões em 1998-2000 para US\$ 18,3 bilhões em 2001-03, uma reviravolta de US\$ 72 bilhões em termos anuais. Já a Conta de Erros e Omissões passou de uma média anual de -US\$ 15,4 bilhões no primeiro período para US\$ 7 bilhões no segundo. De acordo com Prasad & Wei, essa desagregação é importante porque revela que, em grande medida, embora os superávits das Transações Correntes e os fluxos de IDE permanecem importantes como fonte de divisas, a intensificação do ritmo de acumulação de reservas após 2001 está relacionada à entrada de *hot money*.

O exame detalhado do aumento total de US\$ 96 bilhões na Conta Capital entre 2000 e 2003 indica que US\$ 10 bilhões correspondem aos fluxos de IDE enquanto os fluxos líquidos de investimento de portfólio respondem por US\$ 15 bilhões. A parcela expressiva de cerca de US\$ 71 bilhões seria constituída por outros fluxos de capital externo, dos quais US\$ 60 bilhões de dólares referem-se aos empréstimos *offshore* às empresas e famílias chinesas e à captação externa de bancos chineses para atender à crescente demanda doméstica por empréstimos denominados em moeda estrangeira.

A ampliação destes fluxos especulativos foi motivada pelas expectativas de apreciação do iuane em relação ao dólar e pela existência de um significativo diferencial de juros entre a China e os Estados Unidos. Assim, enquanto perdurar as expectativas de apreciação da moeda chinesa e os diferenciais de juros que permitam ganhos de arbitragem, estes fluxos especulativos deverão continuar crescendo, muito embora sejam parcialmente contidos pelos controles de capital ainda em vigor.

O fato de que o aumento recente no estoque de reservas internacionais da China esteja associado a fluxos de capital especulativo levanta a questão se é desejável, do ponto de vista doméstico, manter essa política de rápida e contínua acumulação de reservas.

De acordo com Prasad & Wei, uma desvantagem de manter um amplo estoque de reservas, sobretudo no caso de um país com regime de câmbio fixo, é que tais reservas neutralizam as pressões baixistas sobre a taxa de câmbio. Há também um *trade-off* resultante do fato de que nos países em desenvolvimento as reservas são constituídas por títulos públicos denominados em moeda forte. A rentabilidade destes papéis é, em geral, muito menor do que poderia ser ganho com investimentos em capital físico em países em desenvolvimento, que tipicamente sofrem com a escassez de capital. Adicionalmente, os fluxos de capital associado à acumulação de reservas podem conduzir ao aumento de liquidez do sistema bancário, criando problemas potenciais em caso de uma supervisão bancária deficiente, dado que, nesse contexto, os bancos tendem a relaxar seus controles. A esterilização dos fluxos de capital para evitar a ampliação da liquidez gera custos fiscais já que a taxa de retorno dos instrumentos domésticos é superior àquela obtida com as reservas internacionais.

A China parece, entretanto, ser um caso especial, em vários aspectos. As baixas taxas de juros, que são controladas pelo governo, acarretam, na prática, benefícios líquidos na esterilização dos fluxos externos, na medida em que as reservas internacionais são mantidas, principalmente, sob a forma de títulos públicos de médio e longo prazo emitidos por países industrializados. Evidentemente, isto é viabilizado pelos controles de capital e pela repressão financeira, dado que os bancos públicos não enfrentam nenhum tipo de concorrência. Além disso, com uma taxa de investimento doméstico superior a 45%, a escassez de capital está longe de ser um problema na China, ainda mais, considerando que a poupança interna supera os fluxos de IDE em termos de magnitude. Por essa razão, também não é evidente que o retorno marginal dos investimentos físico supere o retorno das reservas, em particular, no cenário vigente no país, em que a alocação de capital permanece como prerrogativa exclusiva do sistema bancário público, o qual é bastante ineficiente.

As amplas reservas internacionais da China viabilizam uma cobertura para as importações do país, muito superior a da maioria dos mercados emergentes (apenas Taiwan e Índia superam a China neste indicador). No final de 2004, o estoque de reservas cobria cinquenta e três semanas de importações. Em relação à cobertura da dívida externa de curto prazo, as reservas chinesas superam virtualmente todos os demais países emergentes, na medida em que o montante de reservas é dez vezes maior do que a dívida externa de curto prazo.

No final de 2003, o governo chinês utilizou US\$ 45 bilhões das reservas na recapitalização dos dois principais bancos comerciais estatais, firme indício da intenção das autoridades chinesas de utilizar as reservas internacionais para o fortalecimento do sistema bancário. Em virtude das práticas contábeis deficientes, é provável que os créditos em atraso e liquidação sejam muito maiores do que os números oficiais revelam. Além disso, a rápida expansão do crédito em 2003 e no primeiro semestre de 2004, que sustentou a expansão do investimento, pode resultar em uma nova onda de empréstimos problemáticos no futuro, uma vez que o *boom* de investimento deu origem a excessos de capacidade instalada em certos setores da economia chinesa. Nesse cenário, segundo os autores, a manutenção pela China de um elevado estoque de reservas internacionais é mais do que justificável.

Porém, há um risco associado à manutenção de reservas tão elevadas que reside na vulnerabilidade do balanço do banco central chinês, o Banco Popular da China (BPC), às mudanças na curva de rendimentos dos títulos públicos emitidos pelos países industrializados. Uma elevação nas curvas de rendimento pode reduzir significativamente o valor de mercado dos títulos públicos estrangeiros detidos pela China. De forma similar, a apreciação da moeda chinesa em relação, por exemplo, ao dólar poderá ocasionar uma queda no valor em iuane dos ativos financeiros denominados em dólar. Uma vez que o principal instrumento de esterilização dos fluxos externos é a letra do banco central, isto pode resultar em uma perda de capital líquida em termos da moeda doméstica para o BPC.

#### China: Desagregação do Aumento Recente das Reservas Internacionais (US\$ bilhões)

	Média 1998-2000 (1)	Média 2001-2003 (2)	Varição (1-2)	Média 2001-2004 <sup>1</sup> (3)	Varição (3-1)
Aumento das Reservas Internacionais	8,5	95,0	86,5	122,8	114,3
Saldo de Transações Correntes	23,7	32,9	9,2	42,2	18,5
Saldo da Conta Capital	0,3	55,0	54,7	69,3	69,0
IDE – líquido	38,5	43,8	5,3	46,6	8,1
Erros e Omissões – líquido	-15,6	7,1	22,5	11,4	26,8
Saldo da Conta Capital Não-IDE <sup>2</sup>	-53,6	18,3	72,0	34,1	87,7

Extraído de Prasad & Wei (2005: 47).

Notas:

(1) Dados para 2004 são preliminares.

(2) Inclui Erros e Omissões.

## ÍNDIA: ABERTURA GRADUAL E PRIMAZIA DOS FLUXOS DE INVESTIMENTO DE PORTFÓLIO

Na avaliação de Shah & Patnaik, a Índia constitui um interessante estudo de caso sobre a integração na economia mundial. As condições iniciais incluíam uma pequena relação comércio/PIB e uma Conta de Capital altamente cerceada. Porém, ao mesmo tempo, o país possui vários pontos fortes que o qualificava como participante potencial dos mercados financeiros globais, tais como uma forte tradição jurídica e contábil, longa prática de investimento e negociação com ações e ausência de história de default.

Após a crise do balanço de pagamento de 1991, o governo indiano promoveu uma alteração radical de sua política externa. De 1992 até 2004, foram adotadas várias medidas de liberalização das Transações Correntes, de promoção de investimento direto para empresas domésticas e estrangeiras, de abertura para fluxos estrangeiros de portfólio, ao lado da introdução de restrições ao endividamento externo.

Ao mesmo tempo, o regime de câmbio foi modificado, com a substituição do sistema de câmbio fixo ajustável pelo sistema de “taxa de câmbio determinada pelo mercado”, no qual a rúpia permanece atrelada ao dólar, mas a taxa de câmbio não é mais fixada administrativamente pelo governo, embora este influencie sua determinação. Nesse regime cambial, conhecido na literatura como “sistema de flutuação suja”, o banco central negocia ativamente no mercado de câmbio para conter a volatilidade e para influenciar o preço de mercado.

As metas das reformas do início da década de 90 compreendiam três elementos principais:

- ✓ Evitar os fluxos de dívida, em particular, as dívidas de curto prazo, consideradas potencialmente desestabilizadoras.
- ✓ Aumentar a integração comercial da Índia com o mundo.
- ✓ Fortalecer o crescimento indiano mediante a ampliação dos fluxos globais de IDE e de investimento de portfólio, de modo garantir um mecanismo sustentável de financiamento do déficit em Transações Correntes.

A Índia não se engajou, no entanto, em um processo de rápida liberalização, no estilo “*big bang*”, como fizeram outros países emergentes, ao contrário, os controles sobre os fluxos externos foram sendo vagarosamente relaxados ao longo de vários anos. As inúmeras iniciativas de reforma que foram gradativamente implementadas a partir de 1992 incluíram uma expressiva liberdade aos fluxos de portfólio e de investimento direto estrangeiro, o desenvolvimento institucional de um moderno mercado de capitais e um movimento em direção a uma maior flexibilidade do regime cambial. A atual estrutura de tarifas e as restrições ainda existentes no final de 2004 em relação aos fluxos de IDE e de portfólio indicam, contudo, que a agenda de reformas no sentido da completa abertura externa permanecia ainda incompleta.

### Índia - Controles de Capital em Vigor ao Final de 2004

Área de Aplicação	Modalidade da Restrição
Mercado de Câmbio	Acesso ao mercado é bastante restrito. Além dos bancos, apenas os agentes econômicos com exposição direta em moeda estrangeira podem participar. Não são permitidas operações com derivativos de câmbio.
Remessas de Residentes ao Exterior	As empresas não podem enviar ao exterior valores superiores aos seus lucros líquidos. Os indivíduos não podem manter no exterior mais do que o equivalente a US\$ 25 mil.
Endividamento Externo das Empresas	O prazo mínimo das captações de recursos externos por parte das empresas é de três anos para montantes inferiores a US\$ 20 milhões e de no mínimo cinco anos para montantes superiores. Há um teto global de US\$ 9 bilhões para o endividamento de todas as empresas em um ano.
Investimento Estrangeiro de Portfólio	Somente investidores institucionais estrangeiros (IIE) podem investir no país. A aquisição agregada de títulos governamentais pelos IIE não pode exceder a US\$ 17 bilhões. O teto máximo para a posse de bônus corporativos pelo conjunto dos IIE é de US\$ 0,5 bilhões. Nenhum IIE pode deter mais de 10% de participação acionária em empresas nacionais. Há limites setoriais para o investimento acionário agregado dos IIEs.
Investimento Direto Estrangeiro (IDE)	Ainda há limites para propriedade estrangeiras em certos setores econômicos como seguros, telecomunicações, sistema bancário. Outra restrição refere-se ao fato de que a empresa estrangeira precisa obter autorização do sócio local da <i>joint-venture</i> se desejar iniciar um segundo projeto de investimento na Índia em atividades relacionadas.

Fonte: Shah & Patnaik (2005:15-17). Elaboração Própria.

### Abertura Financeira Gradual e suas Conseqüências

Os controles de capital na Índia consistem de uma ampla e intrincada rede de numerosas restrições quantitativas, a qual é operada por um substancial aparato burocrático. A liberalização dos investimentos estrangeiros, tanto na modalidade de IDE como na modalidade de portfólio, vem sendo realizada gradativamente, mediante inúmeras mudanças parciais e incrementais nas extensas e numerosas regras. Embora algumas das principais decisões tenham sido tomadas em 1992, o processo de abertura contínuo, implementado passo a passo, ainda estava em curso em 2004.

Para apresentar as características mais gerais do processo de abertura financeira gradativa na Índia, os autores selecionaram dois anos fiscais: 1992- 93 e 2003-04. A escolha destes dois anos deveu-se ao fato de que o primeiro refere-se ao último ano do regime de restrição aos fluxos de capitais enquanto o segundo é o ano mais recente do período de flexibilização dos fluxos de capital. Os dados sugerem, desde o início do gradual processo de abertura financeira, que a experiência indiana com fluxos de capital externo tem sido, fundamentalmente, marcada pelo:

- Rápido crescimento dos investimentos estrangeiros, em particular dos investimentos de portfólio, acompanhado da redução dos fluxos de dívida;
- Substancial acumulação de reservas internacionais.

A liberalização da conta de Transações Correntes foi extremamente bem sucedida segundo os autores. Choques tecnológicos positivos e a queda nos preços das telecomunicações viabilizaram a elevação das taxas de crescimento das exportações de serviços da Índia. A eliminação de restrições quantitativas e a redução de tarifas serviram para impulsionar tanto as importações como as exportações. Desse modo, os fluxos brutos de transação corrente subiram de 25% do PIB em 1992-93 para 35% em 2003-04.

Em termos anuais, a taxa ajustada de ampliação dos fluxos brutos de Transação Correntes, expressos em dólares, foi de 12,8% no período. Já os fluxos brutos de capitais cresceram a uma taxa anual próxima de 12%. O ritmo de expansão de ambos os fluxos foi mais intenso do que o do crescimento do PIB, que em dólares nominais, aumentou 9,4% ao ano entre 1992-93 e 2003-04.

A política de gradual flexibilização dos controles de capital para os fluxos de IDE e de investimento de portfólio e da restrição aos fluxos de dívida resultou na ampliação dos fluxos brutos da Conta Capital — que, de 15% do PIB em 1992-93, alcançaram 20% do PIB em 2003-04 — e na súbita alteração na composição dos fluxos. Enquanto os fluxos brutos de portfólio, por exemplo, insignificantes em 1992-93, correspondiam a 7% do PIB no ano fiscal de 2003-2004, os fluxos privados brutos de dívida reduziram-se de 13,5% do PIB para 10,6% do PIB no mesmo período. Em resultado da opção política de desestimular os fluxos de dívida, ocorreu a estagnação dos fluxos líquidos em cerca de 1% do PIB entre 1992-93 e 2003-04, enquanto os fluxos oficiais de crédito tornaram-se insignificantes no mesmo período.

Em muitos países em desenvolvimento, tem havido uma estreita inter-relação entre os fluxos de investimento estrangeiro e o crescimento do comércio exterior. No caso da Índia, a ampliação da participação no comércio mundial não foi acompanhada pelo crescimento dos fluxos de IDE, que permaneceram pequenos tanto em comparação com o PIB indiano quanto em relação aos fluxos globais de IDE. De acordo com Shah & Patnaik, isto se deve, em parte, ao fato de que a produção indiana orientada para as exportações possui baixa intensidade de capital.

Em claro contraste com a experiência chinesa, por exemplo, apenas uma parcela muito reduzida dos fluxos de IDE dirigidos à Índia destinou-se à implementação de fábricas que integram cadeias globais de produção das empresas multinacionais. Os fluxos de IDE canalizados se destinaram, sobretudo, à produção de serviços, setor menos capital intensivo do que o setor industrial e que induz menos fluxos de capital. Ademais, as deficiências da infra-estrutura de transporte do país são menos importantes para a produção de serviços do que para a atividade industrial.

Diferentemente de muitos dos mercados emergentes ou das economias em transição, a economia indiana possuía já no início dos anos 90 um forte segmento de empresas privadas domésticas. Isto também explicaria o volume reduzido de fluxos de IDE destinado à Índia, uma vez que as empresas domésticas estavam aptas para se engajarem em atividades

orientadas às exportações, em contraste com a alta dependência, observada em outros países, em relação às empresas estrangeiras que trazem, primeiro, capital sob a forma de IDE e depois exportam. O setor corporativo indiano foi alimentado por um sustentado fluxo de *start-ups* e de oferta pública inicial de ações (*IPOs*, na sigla em inglês).

Desse modo, no caso da Índia, a contribuição do capital externo ocorreu, em grande medida, através dos fluxos destinados ao mercado acionário doméstico. Os investimentos em ações de empresas domésticas viabilizavam assim, indiretamente, o crescimento das exportações. Adicionalmente, a expansão das empresas indianas foi auxiliada pela flexibilização dos controles de capital que, ao viabilizara a realização de investimentos diretos no estrangeiro, contribuiu para a diminuição dos fluxos líquidos de IDE.

Os investidores institucionais estrangeiros (IIE ou FII, na sigla em inglês) foram autorizados a atuar no mercado acionário indiano em 14 de setembro de 1992. Nessa ocasião, os investimentos em ações estavam limitados em 5% para cada IIE em uma empresa e em 25% para o conjunto dos IIEs em uma única empresa. Posteriormente, as restrições para os investimentos no mercado acionário foram sendo flexibilizadas, ao mesmo tempo, em que se mantinham os rígidos impedimentos para os investimentos no mercado de títulos (bônus). Ao longo do processo de liberalização gradual, os investidores de portfólio receberam autorização para negociar nos mercados *spot* e derivativos tanto de câmbio como de ações. Todavia, segundo os autores, nem todas as mudanças nas regras de investimento foram no sentido da liberalização.

Devido, sobretudo, ao fato de que as ações indianas possuem baixa correlação com os fatores de risco global, a participação da Índia nos fluxos globais de portfólio é muito maior do que a participação do país nos fluxos globais de IDE. Ademais, o país introduziu com sucesso mecanismos institucionais que viabilizaram a constituição de um mercado acionário moderno e líquido. Assim, em 2004, por exemplo, os fluxos líquidos de portfólio possuíam três vezes o tamanho dos fluxos líquidos de IDE.

Ao contrário do que se observa na maioria dos países emergentes, a experiência indiana recente é de baixa volatilidade dos fluxos de capital, incluindo os investimentos estrangeiros em portfólio. Tanto os fluxos líquidos de IDE como de investimentos de portfólio têm sido estáveis. Não há na experiência indiana nenhum episódio significativo de saída de investidores estrangeiros. Já os fluxos de dívida têm sido altamente voláteis, refletindo as numerosas alterações nos controles de capital aplicados a essa modalidade de fluxos e as alterações nas expectativas em relação ao comportamento da taxa de câmbio.

De acordo com os autores, processo de liberalização gradual adotado pelo governo indiano obteve sucesso em muitas frentes. A Índia obteve benefícios microeconômicos da abertura da conta de Transações Correntes e da Conta de Capital, muito embora os fluxos de IDE tenham permanecido em magnitudes diminutas, contrariando as expectativas das autoridades econômicas. Do ponto de vista macroeconômico, o país não enfrentou mais nenhuma crise do balanço de pagamento após 1992. Porém, um outro elemento-chave da estratégia política original — a busca de um mecanismo sustentável para o aumento dos investimentos mediante déficits em Transações Correntes — ainda não foi alcançado. Paradoxalmente, desde 2001, a Índia vem registrando superávits em Transações Correntes, o que na avaliação dos autores pode ter impacto adverso no crescimento do PIB. Igualmente, a autonomia da política monetária tornou-se significativamente menor após a adoção do regime de câmbio flutuante.

### Índia – Fluxos de Capital: 1992-93 versus 2003-2004 <sup>(1)</sup>

	1992-93 (US\$ bilhões)	2003-04 (US\$ bilhões)	Crescimento Percentual	1992-93 (% PIB)	2003-04 (% PIB)
<b>PIB a preço de mercado</b>	239,09	639,90	9,36		
<b>Transações Correntes (Líquido)</b>	-3,53	10,56		-1,47	1,65
<b>Conta Capital (Líquido)</b>	3,88	20,54	16,37	1,62	3,21
<b>Fluxos Oficiais <sup>(2)</sup></b>					
Saída	2,66	6,46	8,40	1,11	1,01
Entrada	4,92	3,34	-3,47	2,06	0,52
<b>IDE</b>					
Saída	0,03	1,47	42,42	0,01	0,23
Entrada	0,34	4,86	27,25	0,14	0,76
<b>Portfólio</b>					
Saída	0,00	16,86	127,46	0,00	2,64
Entrada	0,24	28,22	54,01	0,10	4,41
<b>Dívida <sup>(3)</sup></b>					
Saída	14,00	31,01	6,83	6,27	4,85
Entrada	17,37	37,14	7,15	7,26	5,80
<b>Miscelânea <sup>(4)</sup></b>					
Saída	2,34	2,27	-0,27	0,98	0,35
Entrada	1,36	5,35	13,26	0,57	0,84
<b>Reservas no final do ano</b>	6,43	107,45	29,17	2,69	16,79
<b>Adição à Reserva</b>	0,70	31,42	41,35	0,29	4,91

Fonte: Shah & Patnaik (2005: 6). Elaboração Própria.

Notas:

<sup>(1)</sup> O ano fiscal na Índia vai de abril a março.

<sup>(2)</sup> Inclui assistência externa, empréstimos do FMI e serviço da dívida em rúpias com a Rússia.

<sup>(3)</sup> Inclui empréstimos bancários e créditos comerciais.

<sup>(4)</sup> Representa a soma de outros fluxos de capital e de erros e omissões.

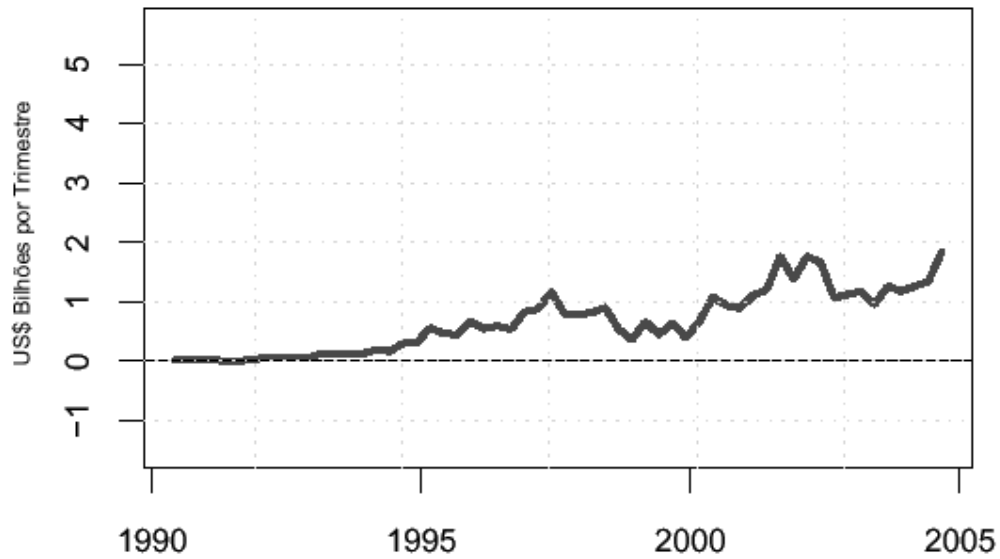
## Evolução dos Investimentos Estrangeiros

Entre 1991 e 2004, a Índia recebeu cerca de US\$ 31 bilhões de recursos externos na modalidade de IDE. Embora tenha havido uma considerável flexibilização dos controles sobre os fluxos de IDE, ainda existem algumas restrições para a propriedade estrangeira em certas indústrias. Por exemplo, no setor de seguros, há um limite de 26% para a participação estrangeira no capital de companhias indianas. Em setores como varejo, imobiliário e agricultura, a participação estrangeira é absolutamente vedada. Já nas atividades de exploração de petróleo e aeroportuária, a participação estrangeira pode atingir percentuais superiores a 74%.

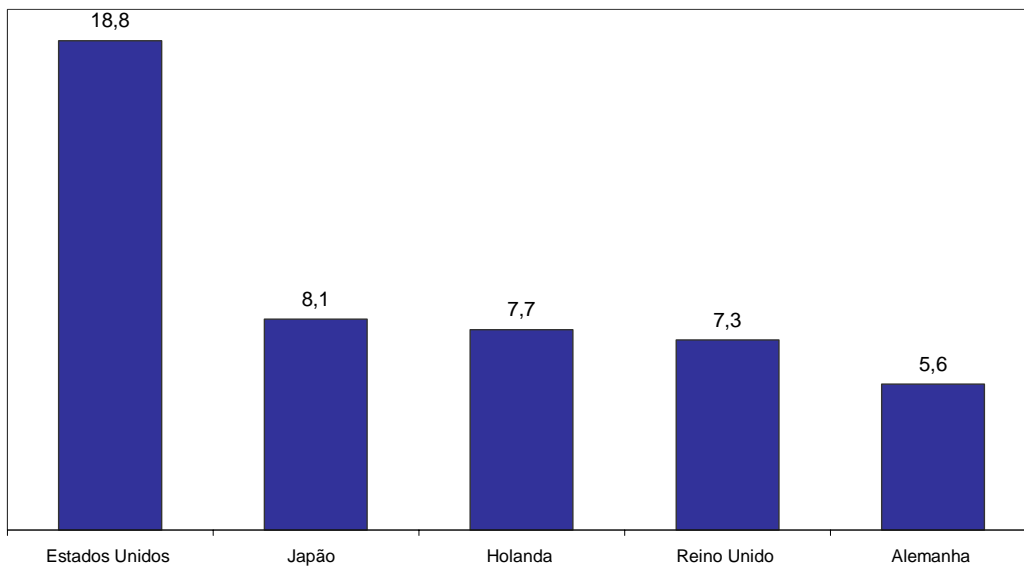
Em termos da composição setorial, a presença estrangeira é mais expressiva na indústria de *softwares* e eletrônicos (15,1%), seguida pelos setores de transporte e telecomunicação, que respondem, respectivamente, por 11,4% e 10,5% dos fluxos recebidos no período 1991-2004.

Quanto à origem dos recursos, os principais investidores são empresas norte-americanas, com 18,8% dos fluxos ajustados, que excluem os recursos provenientes das ilhas Maurício, responsável por 34,5% dos fluxos de IDE destinados à Índia em virtude de um tratado fiscal favorável. Em segundo lugar, estão os investidores japoneses com 8,1% dos fluxos totais ajustados. Na seqüência, aparecem Holanda (7,7%) e Reino Unido (7,3%).

**Índia: Fluxos Líquidos de IDE  
Série de Tempo Trimestral**



**Índia - Origem dos Fluxos de IDE\*, 1991-2004 (em %)**



Fonte: Shah & Patnaik (2005:18). Elaboração Própria.

Nota: \* Participações percentuais ajustadas. Exclui os fluxos de IDE provenientes das Ilhas Maurício, que em virtude de um tratado fiscal favorável responde por 34,5% dos fluxos de IDE destinados à Índia.

### Índia – Composição Setorial do IDE, 08/1991 a 11/2004

Setor	Fluxos de IDE (US\$ bilhões)	Participação Percentual
Petróleo e Eletricidade	2,5	9,8
Telecomunicação	2,7	10,5
Transporte	2,9	11,4
Softwares e Eletrônicos	3,8	15,1
Metalurgia	0,5	1,9
Química	1,7	6,0
Alimentos Processados	1,1	4,2
Serviços	2,2	8,2
Outros	15,0	32,9
<b>Total</b>	<b>32,3</b>	<b>100,0</b>

Extraído de Shah & Patnaik (2005:17).

### Índia – Limites Setoriais ao IDE em 2004

Setores	Limite Máximo para Participação Acionária Estrangeira (em %)
Meios de Comunicação	20 a 40
Defesa	26
Seguros	26
Refino de Petróleo	26
Transporte Aéreo	49
Gasodutos e Oleodutos	51
Trading	51
Exploração de Petróleo	51 a 100
Distribuição de Petróleo	74
Mineração de diamantes e outras pedras preciosas	74
Mineração de carvão	74
Telecomunicações	74
Setor Bancário	74
Propaganda e Publicidade	74
Aeroportos	74 a 100

Fonte: Shah & Patnaik (2005:16). Elaboração Própria.

No que se refere aos fluxos de portfólio, os autores destacam que a Índia representa um importante exemplo de país emergente onde a presença de instituições sofisticadas ajudou a obter grande sucesso na atração desta modalidade de investimento estrangeiro. O êxito indiano na conquista de expressivos fluxos de investimento de portfólio esteve relacionado à supremacia do mercado de capitais doméstico em termos de tamanho, informação e liquidez:

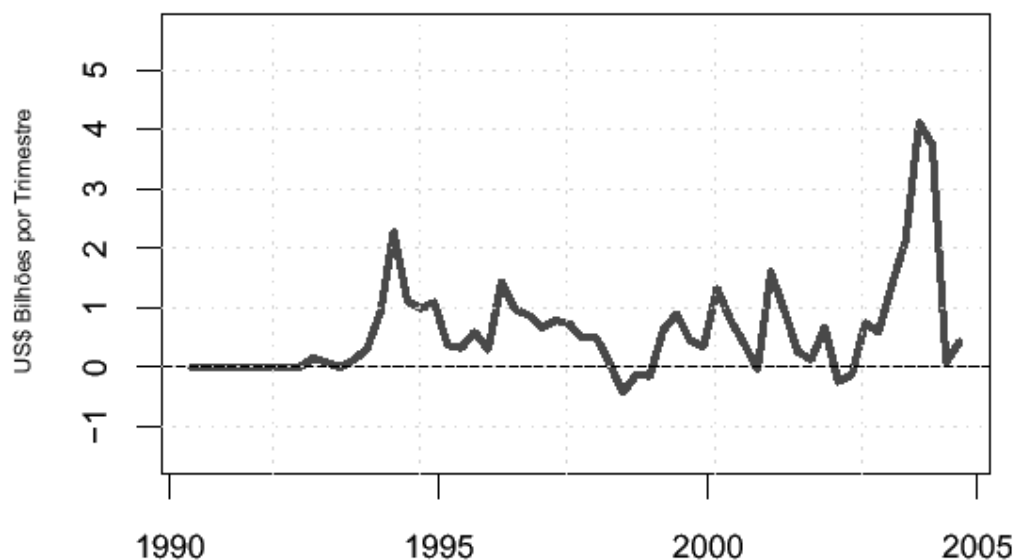
- ✓ a economia indiana é grande e, em 1992, quando a flexibilização das restrições sobre os fluxos de portfólio foi iniciada, já contava com um forte setor empresarial. Nos anos 90, o setor empresarial cresceu apoiado em um forte fluxo de criação de novas empresas e de abertura de capital, o que contribuiu para dinamizar o mercado acionário. Em fevereiro de 2005, a capitalização do mercado acionário indiano era de US\$400 bilhões;
- ✓ a Índia também se beneficiou do fato de contar com uma tradição centenária em termos jurídicos e contábeis, o que contribuiu para eliminar problemas de assimetria de informação. Ou seja, questões acerca do arcabouço jurídico, transparência das informações e governança corporativa, as quais são muito importantes para os investidores estrangeiros, já estavam resolvidas na Índia antes mesmo de iniciar o recebimento dos fluxos de portfólio. Igualmente, a utilização generalizada do idioma inglês no país e a ampla presença de indivíduos de origem indiana em empresas financeiras globais ajudaram na diminuição das assimetrias de informação, com as quais, em geral, os investidores estrangeiros se deparam.

- ✓ no mercado acionário indiano predomina o segmento de varejo, com a ampla participação das famílias nas transações realizadas na Bolsa de Valores, o que foi fundamental para reduzir custos de transação e aumentar a liquidez. Todavia, no início de 90, ainda existiam algumas deficiências no formato institucional do mercado acionário, que se traduziam em altos custos de transações e induziam as empresas domésticas a captar no exterior através da emissão de *American Depository Receipts* (ADR) ou de *Global Depository Receipts* (GDR). Em resposta a esta desintermediação do mercado de capital doméstico, o governo indiano promoveu uma reforma do mercado de capitais que incluiu a criação de uma nova instituição de regulamentação, a *Securities and Exchange Board of India* (SEBI), e um novo conjunto de instituições de negociação de valores mobiliários. Entre 1993 e 2001, estas novas instituições introduziram no país todos os elementos e instrumentos financeiros necessários a uma infra-estrutura de classe mundial para as negociações de valores mobiliários, tais como pregão eletrônico, eliminação de barreiras à entrada na atividade de intermediação, negociação de derivativos de ações, dentre outros.

As duas principais Bolsas de Valores indianas – *National Securities Exchange* (NSE) e *Bombay Securities Exchange* (BSE) – ocupam a 3ª e 5ª posição mundial por número de transação. Segundo os autores, as economias de escala existentes na Índia contrastam fortemente com as dificuldades encontradas pelos países menores em desenvolver um mercado acionário líquido.

A flexibilização dos controles de capital para os investimentos estrangeiros de portfólio conduziu ao aumento da participação dos investidores estrangeiros nas negociações realizadas no mercado acionário, onde respondem por aproximadamente 10,8% do *turnover* do mercado *spot*. Nos últimos quatro anos, o número de IIEs passou de 490 para 637 e o número de subcontas elevou-se de 1.372 para 1.785, o que, segundo autores, indicaria uma maior diversidade dos investidores estrangeiro presentes na Índia.

**Índia: Fluxos Líquidos de Investimento de Portfólio**  
Série de Tempo Trimestral



Extraído de Shah & Patnaik (2005:21).

## Fluxos de Capital, Regime Cambial e Acumulação de Reservas

A Índia tem buscado abertura comercial e financeira, embora mantenha alguns controles sobre os fluxos de capital, ao mesmo tempo em que tenta ter simultaneamente uma política monetária independente e um regime de câmbio ainda atrelado ao dólar. Porém, o crescimento das Transações Corrente e da Conta Capital e a mudança na composição dos fluxos em direção às modalidades menos controladas pelo governo geraram dificuldades crescentes em termos da conciliação da política cambial de estabilização do valor da moeda e da autonomia da política monetária com uma Conta Capital relativamente aberta.

A abertura externa da economia indiana deu aos agentes econômicos a possibilidade de expressar suas expectativas em relação ao movimento do câmbio criando, assim, novos problemas no funcionamento do regime cambial. Na avaliação dos autores, a experiência da Índia com fluxos de capital está profundamente inter-relacionada com a experiência do regime cambial. Em outras palavras, “os fluxos de capital influenciam na configuração do regime cambial e o regime cambial influencia o formato dos fluxos de capital”.

Sob tais condições, consideráveis movimentos de capital podem ocorrer em resposta às posições especulativas acerca da moeda. No caso indiano, a crescente especulação dos agentes econômicos contra a moeda doméstica se manifestou de várias maneiras.

Como é bem conhecido na literatura sobre controle de capitais, operações de Transações Correntes podem ser usadas nos movimentos de capitais associados à especulação cambial mediante superfaturamento, subfaturamento, pré-pagamento e atraso de pagamentos. Na Índia, estas questões se tornaram mais pertinentes em razão do rápido crescimento das Transações Correntes, que como já mencionado representava 35% do PIB no ano fiscal de 2003-04 (contra 25% do PIB em 1992-93).

Dentre as distintas modalidades de fluxo de capital, os fluxos de IDE são considerados, na literatura, os mais estáveis e os fluxos de dívida os mais voláteis enquanto os fluxos de portfólio ocupam posição intermediária. No caso indiano, ao longo do período 1992-93 e 2003-2004, as flutuações nos fluxos de dívida freqüentemente refletiram mudanças na política. Controles de capitais e outros instrumentos foram usados regularmente para desencorajar ou desestimular os fluxos de dívida e os fluxos oficiais, dependendo das exigências táticas da implementação do regime cambial. Mesmo com as restrições em vigor, os fluxos de dívida devem ter desempenhado um papel importante na especulação com moeda, uma vez que, em 2003-04, de forma surpreendente, estes fluxos atingiram cerca de US\$ 6 bilhões em um total de fluxos líquidos de US\$ 20 bilhões.

Os resultados dos fluxos de portfólio e de IDE para a volatilidade do câmbio no caso da Índia parecem ser mais significativos, segundo os autores, uma vez que refletem os frutos obtidos por uma política estável de liberalização, na qual os controles foram vagarosamente relaxados, ano após ano, em um processo essencialmente unidirecional. A experiência indiana difere da chinesa no que se refere à importância dos fluxos de portfólio, os quais abrangem expressivas saídas e entradas de capital externo. A título de exemplo, menciona-se que no ano fiscal de 2003-2004, enquanto os fluxos brutos de investimento de portfólio equivaliam a 7% do PIB indiano, a entrada de investimento de portfólio era apenas 1,67 vezes maior do que a saída de recursos nessa modalidade de fluxos.

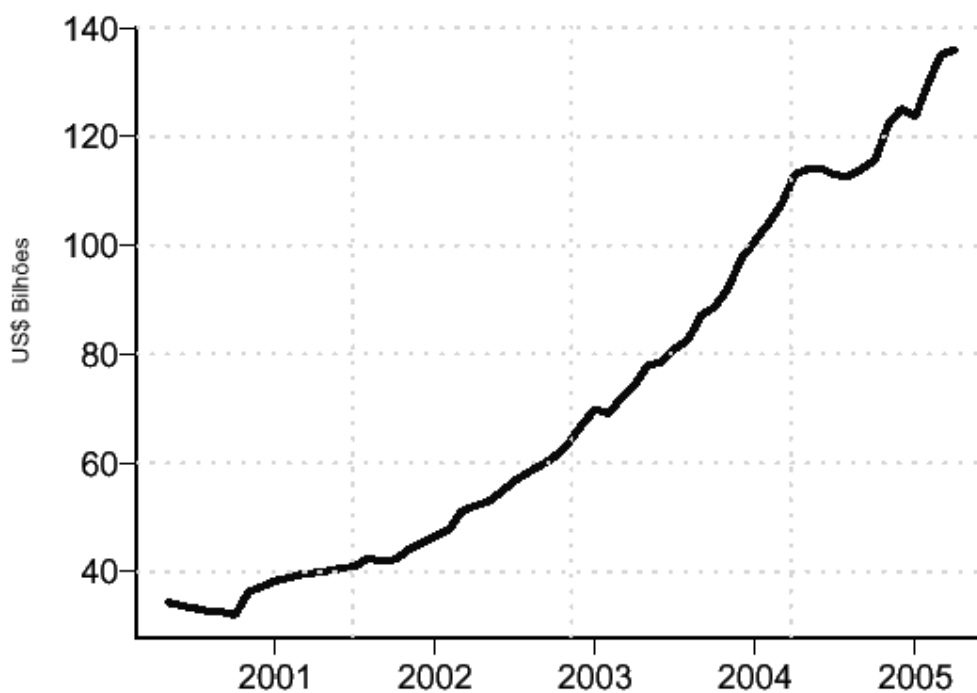
A resolução das tensões resultantes da implementação do regime de capital tornou-se, portanto, uma questão de política macroeconômica, que foi resolvida mediante a ampliação do estoque de reservas. Havia um consenso realmente muito forte acerca da utilidade das amplas transações realizadas pelo banco central no mercado de câmbio na execução da política cambial de estabilização do valor da rúpia. Assim, questões relacionadas ao regime cambial não se constituíram em objeto de discussão no país ao longo do período 1992-2002.

De acordo com Shah & Patnaik, a ampliação das reservas estava relacionada à administração do regime cambial em um contexto de maior abertura para os fluxos externos. As negociações Banco de Reserva da Índia (RBI, na sigla em inglês) no mercado de câmbio e a alteração nas reservas suavizaram a saída de capitais, já que outras medidas que foram tomadas com o propósito de sustentar o regime cambial ocasionam um aumento da saída de fluxos de capitais e redução na entrada de capital. Assim, entre o final de 2001 e o início de 2004, houve uma rápida elevação das reservas internacionais que passaram de US\$ 40 bilhões para US\$ 115 bilhões no período. A execução da política cambial conduziu a uma expressiva saída de capitais sob a forma de acumulação de reservas pelo RBI, como ocorreu particularmente em 2003-2004 quando o equivalente a 4,9% do PIB deixou o país. A saída de recursos foi ainda maior se for levado em conta outros mecanismo utilizados no ano fiscal de 2003-2004, como, por exemplo, o pré-pagamento de dívidas com organismo internacionais.

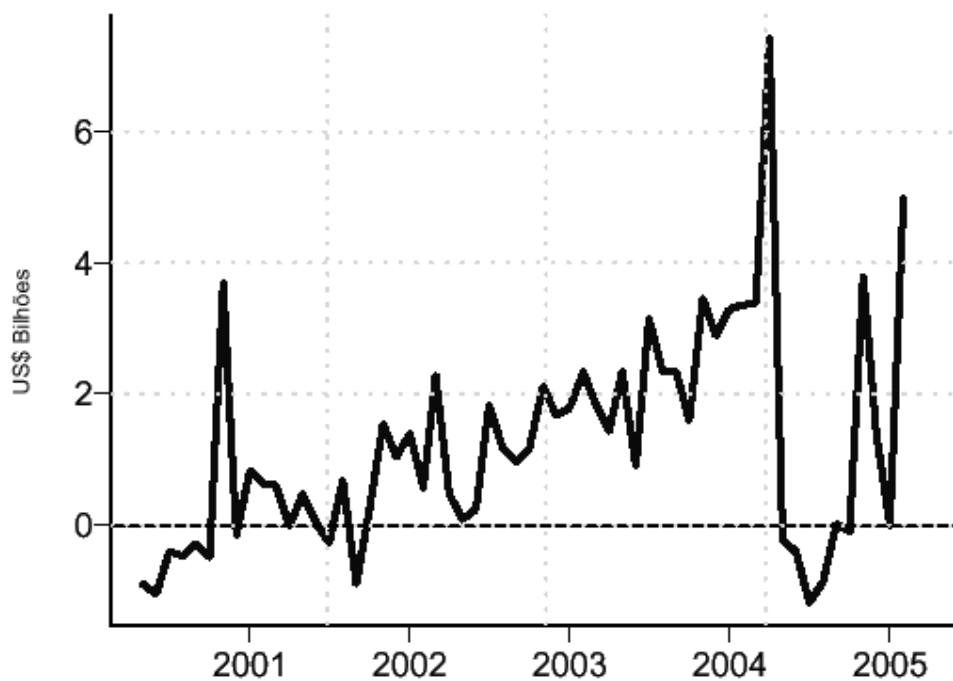
Com a especulação cambial contra a rúpia aumentaram, em 2003 e 2004, as pressões para a adoção de câmbio fixo, e embora nenhum anúncio oficial tenha sido feito sobre a possibilidade de alteração no regime de câmbio, a volatilidade diária da cotação nominal da rúpia em relação ao dólar aumentou de forma considerável. Nesse contexto, o RBI intensificou sua intervenção no mercado de câmbio. Em abril de 2004, as compras realizadas pelo banco central indiano no mercado de câmbio atingiram US\$ 7 bilhões.

Um dos objetivos centrais das reformas dos anos 90 foi aumentar o crescimento do PIB mediante a atração de fluxos de capitais, nas modalidades de IDE e investimentos de portfólio. No ano fiscal de 2003-2004, a entrada líquida de capitais que totalizou US\$ 20 bilhões foi acompanhada pela saída de capitais oficiais superiores a US\$ 31,4 bilhões. De acordo com os autores isto suscitou preocupações sobre a efetividade da estratégia política implementada para aceleração do crescimento do PIB. Se, por um lado, são inegáveis os resultados microeconômicos obtidos pela Índia devido à presença de investidores estrangeiros no mercado acionário, por outro lado, as condições macroeconômicas sustentáveis para o aumento do investimento doméstico com utilização de capital externo e para manutenção do déficit em transações correntes ainda não foram alcançadas.

Na interpretação dos autores, a Índia continua lutando com os *trade-offs* associados à trindade impossível. Em 12 de janeiro de 2005, a direção do RBI sugeriu que o país reexaminasse o atual arcabouço de controle de capital e a possibilidade de introduzir um conjunto de novas restrições, tais como: quotas ou tetos para os fluxos de portfólio, aumento das exigências em relação à elegibilidade dos investidores estrangeiros de modo a fortalecer a qualidade dos fluxos; introdução de impostos e monitoramento e restrição do direito de voto dos acionistas não-residentes. Embora nenhuma das medidas tenha sido introduzida, o discurso do banco central destaca as tensões enfrentadas pela política macroeconômica indiana ao tentar combinar Conta de Capital razoavelmente aberta e uma taxa de câmbio atrelada ao dólar.

**Índia: Evolução das Reservas Internacionais**

Extraído de Shah & Patnaik (2005:25).

**Índia: Compras do Reserve Bank of India no Mercado de Câmbio**

Extraído de Shah & Patnaik (2005:25).

## ANEXO

## China: Restrições sobre as Transações de Capital existentes em 31/12/1980

Modalidade do Fluxo	Restrições
Endividamento Externo	<p>Endividamento no exterior dependia de autorização prévia e estava condicionado a considerações sobre a necessidade de recursos externos e importância do projeto de investimento. Todos os projetos deviam ser submetidos à Comissão de Planejamento Estatal.</p> <p>A solicitação deveria ser acompanhada de um plano de reembolso e demonstração de viabilidade financeira da unidade tomadora.</p> <p>A maioria dos empréstimos externos era realizada através do Banco da China ou contavam com sua garantia</p>
Investimento Direto Estrangeiro	<p>Todos os projetos de IDE estavam sujeitos à aprovação da Comissão de Controle dos Investimentos Estrangeiros. A política em relação ao IDE favorecia a constituição de <i>joint-ventures</i> e visava tanto resolver o problema da insuficiência de capita doméstico como facilitar a introdução de tecnologias e práticas administrativas modernas. As receitas em moeda estrangeiras das empresas com participação estrangeira deveriam ser mantidas depositadas em conta no Banco da China.</p> <p>Em abril de 1988 foi promulgada uma nova lei para as <i>joint-ventures</i>, a qual foi alterada em 1990, com a flexibilização as restrições relativas à aprovação para a constituição de nova empresa e ao exercício de funções diretivas por estrangeiro</p>
Remessa de Lucros e Tributação	<p>Os lucros das <i>joint-ventures</i>, das empresas instaladas nas zonas especiais de exportação e das empresas exploradoras de petróleo, gás e outros recursos naturais estavam sujeitas ao imposto de 33% sobre os lucros. Na remessa de lucros, havia um adicional de 10%. Se o lucro fosse reinvestido por um período de pelo menos cinco anos, o investidor se beneficiava de isenção tributária de 40% dos impostos relativos ao montante reinvestido.</p> <p>No caso das <i>joint-ventures</i> programadas para atuar por mais de dez anos havia isenção de imposto no primeiro ano de atividade e redução da 50% da alíquota no segundo e no terceiro ano. Para a empresa instalada em áreas pouco desenvolvidas ou em atividades pouco rentáveis havia um redutor de 15 a 30% no imposto por dez anos.</p>
Investimento de Residentes no Exterior	<p>Os projetos de investimentos de chineses no exterior estavam sujeitos a aprovação prévia. Os lucros obtidos deveriam ser vendidos ao Banco da China, exceto a parcela destinada ao capital de giro. Organizações diplomáticas e comerciais no estrangeiro ou realizando transações com o exterior ou em Hong Kong e Macau.</p>

Fonte: Prasad & Wei (2005: 28-29). Elaboração Própria.

## China: Controles sobre as Transações de Capital Existentes em 31/12/1996

Modalidade	Restrições
<b>Investimentos Diretos Estrangeiro</b>	
Fluxo de Entrada	Os não-residentes que cumprem as exigências previstas na Lei das <i>joint-venture</i> chino-estrangeiras estão autorizados a investir livremente na china. Por razões de segurança e de preservação ambiental, os IDEs em alguns setores industriais são proibidos.
Fluxos de Saída	Investimento de residentes no exterior exigia aprovação prévia e registro. As divisas são providenciadas para o investimento após a revisão pela SAFE das fontes de recursos em moeda estrangeira e avaliação do risco.
<b>Operações de Crédito</b>	
Concessão por não-residentes	O crédito externo por instituições estrangeiras, empresas ou grupos industriais e comerciais estava sujeito à aprovação prévia e requerimento mínimo da relação ativo/passivo em moeda estrangeira.
Concessão por residentes	Empresas industriais e comerciais não podem conceder crédito aos não residentes. A concessão de crédito pelas instituições financeiras aos não-residentes estava sujeito a aprovação prévia e ao requerimento mínimo da relação ativo/passivo em moeda estrangeira.
<b>Instrumentos do Mercado Monetário e de Capital</b>	
Atividades permitidas aos não-residentes no mercado doméstico	<p>Não-residentes podem adquirir apenas ações do tipo B, cujo valor de face é denominado em renminbi, negociadas na Bolsa de Valores chinesa e que podem ser compradas apenas por estrangeiros.</p> <p>Os não-residentes não podem adquirir instrumentos do mercado monetário.</p> <p>Os não-residentes não podem adquirir quotas de fundos mútuos de investimento.</p> <p>Os não-residentes não podem emitir ou vender ações, títulos ou qualquer instrumento dos mercados de capital ou monetário.</p> <p>A constituição de fundos mútuos de investimento por não-residentes não estava regulamentada. A negociação deste instrumento dependia de aprovação da Comissão de Valores Mobiliários</p>
Atividades permitidas aos residentes nos mercados estrangeiros	<p>Apenas instituições financeiras autorizadas atuar na concessão de crédito externo poderiam adquirir ativos financeiros no exterior.</p> <p>A emissão e venda de <i>securities</i> no exterior dependiam da prévia aprovação do Banco Popular da China, do órgão de supervisão dos Valores mobiliários. A emissão de títulos no exterior deveria constar do plano governamental de utilização do capital estrangeiro. A emissão de bônus no exterior pelas instituições financeira exigia autorização do BPC.</p>
<b>Operações com Derivativos e outros instrumentos</b>	
Não-residentes no mercado doméstico	Transações com derivativos não eram permitidas aos não residentes.
Residentes nos mercados externos	Emissão, venda ou compra de derivativos no exterior permitidos exclusivamente as instituições financeiras, com exigência de aprovação prévia e com limite para posições cambiais em aberto.

Fonte: Prasad & Wei (2005: 34-37). Elaboração Própria.

### China: Flexibilização de Alguns Controles sobre as Transações de Capital, 1997-2004

<b>Modalidade/Data</b>	<b>Medidas</b>
<b><i>Investimento Direto no Exterior</i></b>	
19 de setembro de 2001	Autorizado compras de divisas estrangeiras para investimento direto no exterior em projetos estratégicos aprovados pelo Conselho do Estado
1º de abril de 2002	Redefinição das atividades nas quais os IDEs são estimulados, permitidos, restritos ou proibidos. Como resultado alguns setores anteriormente vedados ao IDE, como o setor serviço, foram abertos ao capital estrangeiro.
1º de novembro de 2003	Em algumas províncias e regiões, o limite para a saída de recursos para investimento estrangeiro foi elevado do equivalente a US\$ 1 milhão para US\$ 3 milhões.
<b><i>Instrumentos do Mercado Monetário e de Capital</i></b>	
1º de janeiro de 1998	Definição de regras para emissão de bônus em moeda estrangeira por instituições domésticas.
22 de fevereiro de 2001	Residentes foram autorizados a adquirir ações do tipo B utilizando depósitos já existentes em moeda estrangeira
1º de junho de 2001	Residentes foram autorizados a adquirir ações do tipo B utilizando novos depósitos em moeda estrangeira
1º de dezembro de 2001	Investidores Institucionais Estrangeiros Qualificados (IIEQ) foram autorizados a adquirir no mercado doméstico ações do tipo A, observando algumas restrições.
2004	Revisão das restrições aplicadas aos IIEQ.
<b><i>Controles sobre Operações de Crédito</i></b>	
1º de janeiro de 1998	Regulamentação relativa ao endividamento externo de residentes foi alterada.
20 de agosto de 1998	As empresas foram proibidas de efetuar pré-pagamento de empréstimo.
19 de setembro de 2001	Flexibilização das restrições sobre a compra de divisas para pré-pagamento de empréstimos externos

Fonte: Prasad & Wei (2005: 37-40). Elaboração Própria.

### Índia: Cronologia da Flexibilização dos Controles sobre Fluxos de Investimento de Portfólio, 1990-2004

Data	Medidas
14 de setembro de 1992	Permissão de entrada de Investidores Institucionais Estrangeiros (IIE), incluindo fundos mútuos, fundos de pensão. Permissão para constituição de fundo amplo local com no mínimo cinquenta investidores e nenhum investidor com mais de 5% dos recursos. Acesso permitido aos mercados primário e secundário de títulos e ações. Participação de um IIE no capital de cada empresa limitado a 5% e teto de 24% para o conjunto de IIE.
Novembro de 1996	IIE autorizados a adquirir bônus emitidos por empresas, mas permaneceu vetado investimento em bônus governamentais.
4 de abril de 1997	Teto global para a participação dos IIE no capital de empresas indianas foi elevado de 24% para 30%, sujeita à aprovação dos demais acionistas.
Abril de 1998	Permissão para os IIE investirem em bônus governamentais, mas com teto máximo de US\$ 1 bilhão para o investimento total do conjunto de IIE.
11 de junho de 1998	Limite individual para participação de um IIE no capital de uma empresa indiana foi elevado de 5% para 10%..
Agosto de 1999	Redução o número mínimo de investidores de 50 para 20.
Fevereiro de 2000	Permitido acesso de empresas e indivíduos estrangeiros ao mercado financeiro indiano através de subcontas dos IIS. Os gestores dos fundos locais também foram autorizados a realizar investimentos no mercado domésticos para empresas e indivíduos estrangeiros através de subcontas. Exigência que nenhum investidor possuísse mais do que 5% de um fundo gerido por IIE foi flexibilizada, e o limite elevado para 10%.
1º de março de 2000	Limite total para a participação do conjunto de IIE no capital de empresas domésticas foi elevado de 30% para 40%.
8 de março de 2001	Limite total para a participação do conjunto de IIE no capital de empresas domésticas foi elevado de 40% para 49%,
20 de setembro de 2001	Limite total para a participação do conjunto de IIE no capital de empresas domésticas foi elevado de 49% para o teto setorial da indústria.
8 de janeiro de 2003	Eliminadas as restrições para atuação dos IIE no mercado futuro de câmbio.
Dezembro de 2003	A exigência de dupla aprovação para IIE junto ao banco central e ao organismo de supervisão do mercado de capitais (SEBI – <i>Securities Exchange Board of India</i> ) foi substituída pela exigência de aprovação exclusivamente pelo SEBI.
Novembro de 2004	Teto máximo para a posse total pelo conjunto dos IIE de bônus corporativos fixado em US\$ 0,5 bilhões.

Extraído de Shah& Patnaik (2005:11).