A GESTÃO DA POLÍTICA CAMBIAL CHINESA: AS LIÇÕES DO PERÍODO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008*

Rodrigo Pimentel Ferreira Leão**

1 Introdução

Desde que iniciou seu processo de abertura econômica no final dos anos 1970, a China passou a ter na produção de bens exportados uma fonte importante para desenvolver a sua estrutura produtiva e tecnológica, bem como para expandir sua renda interna. Por um lado, as empresas chinesas passaram a concorrer e liderar setores de tecnologia de ponta da cadeia de produção global. Por outro lado, a participação das exportações e a do saldo comercial sobre o Produto Interno Bruto (PIB) se ampliaram significativamente. Segundo dados da United Conference of Trade and Development (UNCTAD), entre 1994 e 2008, por exemplo, a relação exportações sobre o PIB cresceu de 21% para 33% e a relação saldo comercial sobre o PIB saltou de 1% para 7% (UNCTAD, 2009).

Esse dinamismo do comércio exterior chinês, em especial das suas exportações, foi produto de uma série de fatores, entre os quais a forma como o governo conduziu sua política cambial. Desde que a taxa de câmbio foi unificada em 1994,[1] o governo chinês procurou sustentar o preço do iuane em relação ao dólar num patamar extremamente competitivo, de forma a estimular exportações de todos os tipos de bens.

Partindo dessa perspectiva, a recente autorização para que a taxa de câmbio pudesse flutuar, concedida em junho de 2010, não teve como objetivo final a valorização da moeda ou o estímulo às importações. Na realidade, esta e as demais modificações da gestão da política cambial chinesa obedeceram às transformações estruturais e conjunturais da economia nacional e global. Partindo dessa perspectiva, as pressões realizadas por países desenvolvidos – principalmente os Estados Unidos – e organismos multilaterais, o realinhamento das moedas dos

---

* O autor agradece à colaboração de Emilio Chernavsky, da Universidade de São Paulo (USP), na preparação conjunta de trabalhos anteriores que deram origem a este artigo.

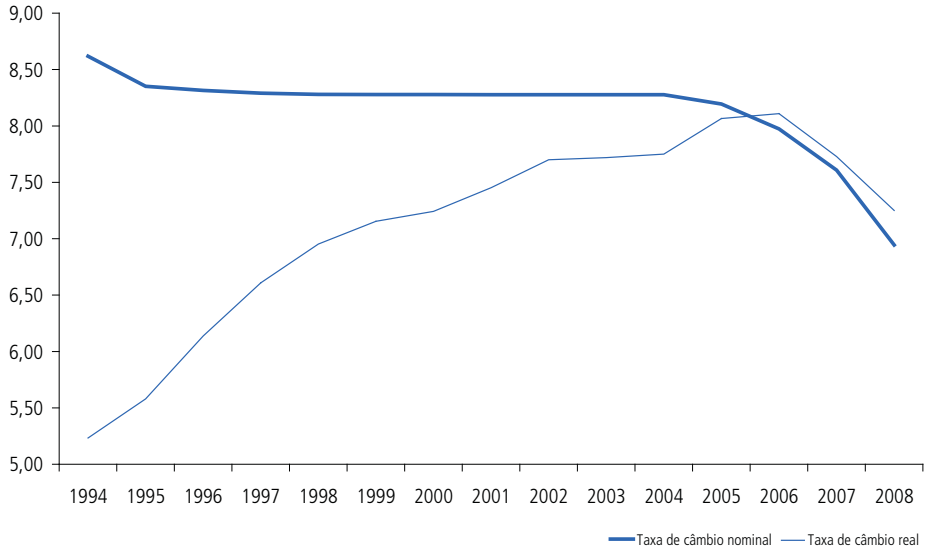
** Mestre em Desenvolvimento Econômico pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP) e Pesquisador-bolsista do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Deint) do Ipea.

1. No início das reformas econômicas, o mercado de câmbio era dividido em dois compartimentos separados. O primeiro era o oficial, administrado por meio de uma taxa flutuante, e o segundo era o mercado de *swaps*, com acesso restrito às empresas localizadas nas zonas econômicas especiais e às corporações estatais especializadas em exportações. Nesse segundo mercado, a taxa de câmbio era mais desvalorizada, de modo a favorecer a produção de bens exportados. "Essa situação permaneceu até 1994, quando ocorreu a unificação da taxa de câmbio, com significativa desvalorização do iuane, e se estabeleceu um mercado interbancário de divisas em Xangai, de forma a substituir os centros de *swaps*" (MEDEIROS, 1999, p. 402). Essa desvalorização da moeda, longe de impactar somente a taxa nominal, fez com que a taxa de câmbio em termos reais também se depreciasse, saindo de 0,59 para 5,23 iuane por dólar, entre 1980 e 1994.

principais parceiros comerciais chineses, bem como os interesses do Estado chinês foram alguns dos aspectos que condicionaram a gestão dessa política.

Em termos gerais, as mudanças observadas na condução da política cambial chinesa, no período anterior à crise financeira internacional de 2008, puderam ser definidas em duas fases distintas, como mostra o gráfico 1.

GRÁFICO 1
China: evolução das taxas de câmbio real e nominal (1994-2008)
(Em iuane por dólar – CNY/USD)



Fonte: International Financial Statistics (IMF).

A primeira fase, que compreende os anos entre 1994 e 2005, foi marcada por uma contínua depreciação da taxa de câmbio real, diferentemente da taxa nominal que apresentou grande estabilidade.[2] No começo dessa fase, houve uma pequena valorização da taxa de câmbio nominal, que saiu de 8,65 iuane por dólar em 1994 para 8,29 em 1997, e uma desvalorização da taxa real cujo valor, no mesmo período, saltou de 5,23 para 6,14 iuane por dólar. A partir de então, a taxa nominal permaneceu fixa em 8,28 iuane por dólar, enquanto a taxa real foi se desvalorizando de forma progressiva até alcançar, em 2005, o valor de 8,07 iuane por dólar.

A condução da política cambial nesse período posterior à unificação do mercado de câmbio, quando o valor nominal do iuane frente ao dólar permaneceu estável, configurando-se num regime de câmbio fixo, foi resultado de várias mudanças econômicas de natureza interna e externa.

A partir de 1995, quando houve um movimento de depreciação do iene em relação ao dólar e de indexação das moedas dos quatro principais países da Associação de Nações

2. No cálculo da taxa real, utilizou-se como deflator a relação dos índices de preços ao consumidor dos Estados Unidos e da China (essa metodologia também foi utilizada para o gráfico A.1 no anexo).

do Sudeste Asiático (Asean, em inglês) – Tailândia, Filipinas, Indonésia e Malásia – a esta última abriu-se uma oportunidade para a China absorver as indústrias exportadoras localizadas na Asean. Com o câmbio mais valorizado naqueles quatro países, a manutenção do processo de desvalorização do iuane se tornou um elemento-chave para a China fortalecer suas exportações (atraindo indústrias antes localizadas nesses países) frente aos seus principais competidores asiáticos. Assim, o país poderia continuar recebendo investimentos estrangeiros dirigidos para ampliar sua capacidade de produção e de exportações (MEDEIROS, 1998).

Adicionalmente, esse período foi caracterizado pela sucessão de crises financeiras nos países em desenvolvimento, criando um grande cenário de instabilidade das economias e das moedas desses países. Como resposta a esse cenário, o governo chinês utilizou fortes controles de capital a fim de evitar a incidência de movimentos especulativos contra o mercado de câmbio e manter sua moeda estável. Essa estabilidade esteve relacionada também à estratégia de ampliar a participação do iuane nas trocas regionais, principalmente depois que ocorreu a crise de 1997 na Ásia quando as moedas de vários países do continente se desvalorizaram rapidamente, em razão das abruptas saídas de capital. Juntamente com esse aspecto, a conservação do iuane num valor ainda depreciado, além de continuar incentivando as exportações da China, permitiu que a moeda chinesa passasse a exercer a função de "âncora" asiática.

A segunda fase, que começou em julho de 2005, modificou aquele sistema de paridade fixa em relação ao dólar, sendo substituído por um sistema cambial flexível, administrado segundo a variação de uma cesta de moedas onde o dólar tinha grande peso. Desse modo, aquele regime que na prática funcionava como uma taxa nominal fixa em relação ao dólar deu lugar a uma política na qual o câmbio passou a flutuar dentro de uma banda estreita (CUNHA *et al.*, 2006). Foi graças à instauração desse novo regime que a taxa nominal de câmbio sofreu uma depreciação de 2004 a 2008, caindo de 8,27 para 6,95 iuane por dólar. Entretanto, ao contrário do que se esperaria, essa mudança do regime cambial não afetou a competitividade da economia e das exportações chinesas em relação ao conjunto de seus parceiros comerciais. Isto porque depois de um período de estabilidade ou mesmo valorização (particularmente acentuada em alguns casos) frente às principais moedas do mundo na segunda metade da década de 1990, os anos 2000 assistiram a uma consistente desvalorização do dólar nos mercados globais de divisas. Essa depreciação da moeda norte-americana fez com que a valorização do iuane fosse menos intensa em relação às moedas dos seus demais parceiros comerciais, que não os Estados Unidos.[3]

Nesse período, a economia internacional presenciou uma fase de grande dinamismo, em especial das nações em desenvolvimento, gerando um aumento dos preços das *commodities* e de alguns produtos intensivos em recursos naturais. Essas duas mudanças também ajudaram a limitar o impacto da valorização do câmbio sobre as exportações chinesas. Em primeiro

3. Exemplo desse processo é a desvalorização do dólar verificada em relação ao euro, entre meados de 2001 e meados de 2008, de mais de 60%. Tamanha depreciação do dólar carregou consigo a cotação da moeda chinesa, provocando a continuidade da desvalorização do iuane frente às moedas de uma parcela considerável de seus parceiros comerciais.

lugar, a demanda para os produtos chineses cresceram fortemente em razão do superaquecimento da economia internacional. Em segundo lugar, o efeito de aumento dos preços daqueles produtos contrabalançou em parte a valorização da moeda chinesa, ainda que a participação desses bens na sua pauta de exportação não tenha sido tão elevada.

Por esses fatores, a apreciação do iuane não afetou a capacidade de exportar da economia chinesa, muito pelo contrário, uma vez que suas exportações cresceram em termos absolutos e relativos, entre 2004 e 2008. Segundo dados da UNCTAD (2009), nesse período, as exportações chinesas aumentaram de US$ 593 bilhões para US$ 1.428 bilhões e sua taxa de crescimento médio atingiu 25% ao ano (a.a.) – um valor superior ao período 1994-2003 quando essa taxa foi de 17% a.a.[4]

Ao lado de um cenário internacional extremamente favorável, a flutuação do iuane também foi produto das excessivas pressões exercidas pelo mundo ocidental, em especial pelos Estados Unidos. Essas pressões atingiram seu ápice no primeiro semestre de 2005, quando o senador norte-americano do Partido Democrata, Charles Schumer, apresentou um projeto de lei cujo objetivo era colocar uma tarifa de 27,5% sobre as importações norte-americanas de produtos chineses em função da "manipulação" do valor do iuane.

Portanto, no período anterior à crise, a gestão da política cambial foi realizada de forma cautelosa na medida em que incorporou as transformações do cenário externo sem perder de vista a necessidade de continuar estimulando as exportações. A China aproveitou as condições favoráveis da economia internacional, reforçadas por suas políticas macroeconômicas extremamente expansionistas, para atender às pressões externas contrárias a sua política cambial. Isso possibilitou a introdução de um regime de câmbio flutuante que estabeleceu uma valorização gradual do iuane, mas não afetou seu desempenho exportador. Todavia, quando a economia internacional começou a enfrentar mais intensamente os efeitos da crise financeira internacional de 2008, o governo chinês novamente alterou sua política cambial.

2 A política cambial chinesa na crise financeira internacional de 2008

A partir de julho de 2008, quando houve o aprofundamento da crise financeira internacional, a política cambial da China de flutuação do iuane frente a uma cesta de moedas foi interrompida.[5] Dessa forma, o governo chinês, a exemplo do que havia feito após a crise

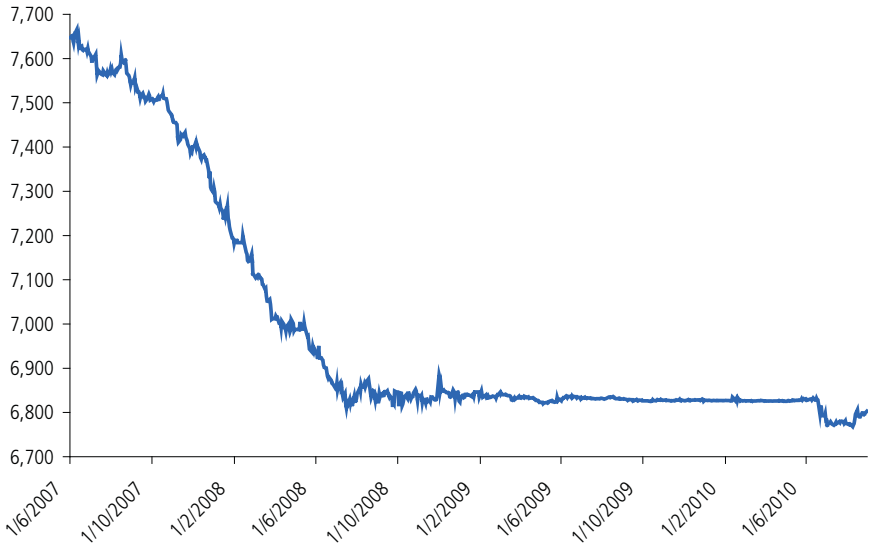
4. Essa expansão da taxa de crescimento das exportações chinesas não foi superior apenas em relação aos anos 1990 e começo dos anos 2000, mas também se comparada à evolução da taxa de crescimento das exportações mundiais. De 2004 até 2008, as exportações mundiais alcançaram uma taxa de crescimento médio de 15% a.a., o que representou um aumento de US$ 9.192 bilhões para US$ 16.026 bilhões (UNCTAD, 2009).

5. Neste trabalho, utiliza-se a periodização da crise exposta por Farhi e Cintra (2009). Segundo os autores, essa crise se iniciou em junho de 2007, sendo o mês de outubro de 2008 o seu período mais critico: "(...) entre junho de 2007 e março de 2009, houve vários momentos mais agudos da crise, com repercussões acentuadas nos mercados interbancários globais. Esses momentos ficaram explícitos no comportamento da chamada TED *spread* – a diferença entre a taxa dos títulos do Tesouro americano de três meses (no mercado secundário) e a London Interbank Offered Rate (taxa Libor) para os depósitos interbancários em eurodólar de três meses –, referência internacional para empréstimos entre bancos (...). Apesar da acentuada queda da taxa básica de juros americana e da redução conjunta de taxas de juros das principais economias desenvolvidas, a TED *spread* persistiu em patamar elevado" (FARHI; CINTRA, 2009, p. 8).

asiática de 1997, fixou o valor do iuane em relação ao dólar como forma de responder à retração da economia internacional e manter sua posição de âncora das moedas asiáticas.

De acordo com o gráfico 2, a partir de julho de 2008, o governo chinês atrelou a trajetória do iuane ao dólar, logo a taxa de câmbio passou a flutuar sob uma banda muito estreita – entre 6,81 e 6,89 iuane por dólar – que na prática funcionou como um regime de câmbio fixo.[6]

GRÁFICO 2
China: evolução diária da taxa de câmbio nominal no período da crise (2007-2010)
(Em CNY/USD)



Fonte: Bloomberg. Elaboração própria.

Da mesma forma que na segunda metade dos anos 1990, essa decisão do governo chinês teve como objetivo, de um lado, limitar os efeitos deletérios da crise financeira sobre suas exportações e, de outro, fortalecer o uso da moeda local nas trocas regionais.[7] Assim, buscou-se amenizar a retração da demanda externa para as exportações chinesas que desempenham um papel fundamental para sustentar os superávits do balanço de pagamentos e do crescimento econômico do país. Nesse sentido, é importante lembrar que a manutenção das exportações e do crescimento econômico na China também sustentou o dinamismo da

6. Essa estabilidade da taxa nominal também se observou na taxa real de câmbio. Como mostra o gráfico A.1, no anexo, a taxa de câmbio real mensal (iuane por dólar) esteve num patamar muito próximo da taxa nominal mensal, com exceção dos últimos meses de 2008.
7. "Uma reportagem veiculada à versão eletrônica do jornal *O Estado de S. Paulo*, de 6 de julho de 2009, mostrou os primeiros avanços desse processo de internacionalização do iuane. Segundo a reportagem, foi naquele período que "a China formalmente permitiu o uso do [iuane] para transações comerciais entre fronteiras e três empresas sediadas em Xangai já concluíram negociações usando a moeda do país. (...) Trata-se também de um primeiro passo importante rumo à promoção do [iuane] como moeda regional e para reduzir a dependência da China ao dólar. (...) [Outra medida, foi feita pelo] *Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC), cuja unidade [instalada] na Indonésia concedeu uma carta de crédito de Y$ 372 mil para um exportador sediado na China em nome da PT Indotruck Utama, uma empresa indonésia. O *Bank of Communications* recebeu a carta de crédito na China. O *Industrial and Commercial Bank of China* disse que essa é a primeira carta de crédito no mundo denominada em [iuane] para o comércio entre fronteiras" (FERREIRA, 2009).

economia asiática, uma vez que o mercado consumidor chinês continuou absorvendo os produtos exportados por essa região, tanto para o consumo interno como para a reexportação.

Além disso, procurou-se ampliar o papel do iuane como referência monetária da Ásia, já que vários países do continente sofreram com as fugas de capitais e a depreciação de suas moedas. Esse processo se materializou não somente pela permissão para utilização do iuane em transações comerciais realizadas com países vizinhos, mas também por meio das crescentes operações de *swaps* realizadas com várias nações. Essas operações buscavam reduzir a utilização do dólar nos negócios realizados entre a China e terceiros países, como Argentina, Hong Kong, Indonésia e Coreia do Sul. Segundo Vine (2009), o valor total dessas operações, entre novembro de 2008 e março de 2009, foi de US$ 95 bilhões.

As fugas de capitais que afetaram não apenas a Ásia, mas quase todos os outros países, tanto desenvolvidos como em desenvolvimento, corresponderam a um movimento de "corrida" para o dólar no auge da crise (MCKINNON; LEE; WANG, 2009). Em função da elevada incerteza e da aversão ao risco, grande parte dos investidores internacionais transferiu seus recursos para adquirir os títulos do Tesouro norte-americano, considerados os ativos mais seguros da economia internacional. Conforme lembraram McKinnon, Lee e Wang (2009), essa corrida para o dólar, que motivou uma apreciação da moeda norte-americana, no segundo semestre de 2008, consolidou a decisão do governo chinês de interromper a valorização de sua moeda. Com o dólar mais valorizado, uma contínua apreciação do iuane em relação à moeda norte-americana e, em consequência, às dos demais parceiros comerciais poderia onerar excessivamente suas exportações. Desse modo, além da retração da demanda externa e da estratégia de fortalecer a utilização do iuane nas trocas regionais, a apreciação do dólar também justificou a manutenção da taxa de câmbio num valor fixo.

Segundo o relatório da Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD, 2010) e Zhang (2009), os principais instrumentos para sustentar o valor do iuane num patamar fixo foram, de um lado, a realização de fortes controles à saída de capital e, de outro, o maior volume da venda de iuane. Sobre o segundo aspecto, "o *State Administration of Foreign Exchange* vendeu iuane, liderando uma contínua acumulação das reservas internacionais, entre 2008 e 2009, [a fim de conter a tendência de maior apreciação da moeda local]" (OECD, 2010, p. 60). Quanto ao primeiro aspecto, Zhang (2009) lembrou que a gestão da conta financeira foi marcada por fortes e extensivos controles na saída de capital. Esses controles se mantiveram e se reforçaram ao longo da crise financeira internacional.

Como sugere o gráfico 2, somente em junho de 2010, quando os sinais mais fortes de recessão da crise foram dirimidos e o movimento de "corrida" para o dólar se reduziu significativamente – resultando num movimento de valorização de várias moedas, principalmente dos países em desenvolvimento –, o governo chinês permitiu novamente a flutuação do iuane, ainda que até o presente momento essa flutuação não tenha produzido uma valorização importante de sua moeda.[8] Partindo dessa perspectiva, pode-se constatar

8. Nesse ponto, vale ressaltar que as pressões externas para o governo chinês valorizar sua moeda se intensificaram.

que a flexibilização do valor do iuane não deveria se refletir necessariamente em grandes variações da moeda chinesa. O comunicado do Banco do Povo da China (o Banco Central chinês) de 19 de junho de 2009 reproduzido pela versão eletrônica do jornal *O Estado de S. Paulo* atesta essa constatação:

> "É necessário adotar medidas adicionais para fazer avançar a reforma do mecanismo de formação da taxa de câmbio e reforçar a flexibilidade da taxa de câmbio do [iuane]", disse o comunicado [do Banco do Povo da China], depois de destacar que "a economia global está se recuperando gradualmente, a base da recuperação econômica da China está mais consolidada e a atividade econômica está se estabilizando". (...) *O comunicado* (...) [ainda] *afirma que "atualmente não há nenhuma base para grandes oscilações ou mudanças na taxa de câmbio do* [*iuane*]" (MANGUEIRA, 2009, grifos meus).

Dessa maneira, os chineses procuraram, desde o início da crise financeira internacional, sustentar uma política cambial pragmática na qual a taxa de câmbio deveria ser mantida em patamares competitivos levando-se em conta não somente os aspectos internos, mas também as transformações da economia global, analisando seus possíveis efeitos para o setor externo da economia do país. Foi a partir dessa ótica que se entendeu a postura do governo chinês de, num primeiro momento (julho de 2008), fixar o valor do iuane em relação ao dólar para ampliar o papel regional de sua moeda e contrabalançar os efeitos negativos da crise, tendo em vista a relevância de suas exportações para o avanço da industrialização e para a manutenção do crescimento econômico. Já num segundo momento (junho de 2010), a recuperação da economia internacional, a relativa valorização das moedas de outros parceiros comerciais chineses que não os Estados Unidos e as crescentes pressões sobre a política cambial explicaram a permissão do governo chinês para flutuar a sua taxa de câmbio.

3 Considerações finais

A trajetória da política cambial chinesa respondeu aos objetivos impostos pelo Estado chinês e às transformações observadas na economia nacional e internacional. Analisando esses aspectos, após o início das reformas de 1978, o governo adotou uma via deliberada de desvalorização da moeda, seguida pela adoção de uma política de câmbio na qual o iuane permaneceu quase fixo frente ao dólar até 2005. Houve então uma flexibilização da taxa de câmbio em relação a uma cesta de moedas (com grande peso do dólar), mas que continuou sofrendo intervenções contínuas do Banco do Povo da China. Essas intervenções permitiram a adoção de uma taxa de câmbio fixa durante a crise financeira de 2008, em função da forte recessão da economia internacional e também por causa do interesse do governo chinês de ampliar o papel do iuane como moeda regional. Em julho de 2010, quando ficou claro que os efeitos mais perversos da crise haviam passado, as autoridades monetárias chinesas novamente sinalizaram que iriam permitir a flutuação da sua taxa de câmbio.

As mudanças apresentadas ao longo deste trabalho deixam evidente a gestão da política cambial chinesa. Essa gestão está atrelada aos objetivos de dinamizar as exportações, assim como impedir grande volatilidade das taxas de câmbio. Em razão disso, o Banco do Povo,

especialmente em momentos de crise ou retração da demanda externa, tem plena liberdade para atuar no mercado de câmbio a fim de garantir a estabilidade e a competitividade do iuane em relação às moedas dos outros países. Foi justamente isso que se observou ao longo da crise financeira internacional, uma vez que a intervenção do Banco do Povo no mercado cambial foi fundamental para dirimir os efeitos recessivos sobre o setor externo da economia chinesa, bem como para sustentar uma taxa de crescimento do país relativamente alta no biênio 2008-2009.

REFERÊNCIAS

CUNHA *et al.*, A. M. A diplomacia do Yuan*:* uma análise da estratégia de internacionalização financeira da China. *In*: REUNIÓN DE ECONOMIA MUNDIAL, 7. **Anais**... Alicante, abr. 2006.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A crise financeira e o global shadow banking system. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA,14. **Anais**... São Paulo: SBEP, 09-12 jun. 2009.

FERREIRA, N. Empresas da China iniciam comércio em moeda local. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 06 jul. 2009. Disponível em: <http://www.estadao.com.br/> Acesso em: 15 set. 2010.

MANGUEIRA, C. BC chinês adotará medidas para flexibilizar yuan. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 19 jun. 2009. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/not_23869.htm> Acesso em: 15 de set. de 2010.

MCKINNON, R.; LEE, B.; WANG, Y. D. **The global credit crisis and China's exchange rate.** Stanford Center for International Development, Jun. 2009. (Working Paper, n. 391).

MEDEIROS, C. A. Raízes estruturais da crise financeira asiática e o enquadramento da Coreia. **Economia e Sociedade,** n. 11, p. 151-172, dez. 1998.

_____. China: entre os séculos XX e XXI. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999.

OECD. Organisation for Economic Co-operation and Development. **OECD economic surveys**: China, 2010. Paris, 2010.

UNCTAD. **Handbook of statistics**. Genebra: United Nations, 2009. Disponível em: <http://stats.unctad.org/handbook/> Acesso em: 10 set. 2010.

VINE, S. L. Lentamente, China prepara Yuan para ser reserva global. **BusinessWeek**, reproduzido no Valor Econômico, São Paulo, 1º jun. 2009.

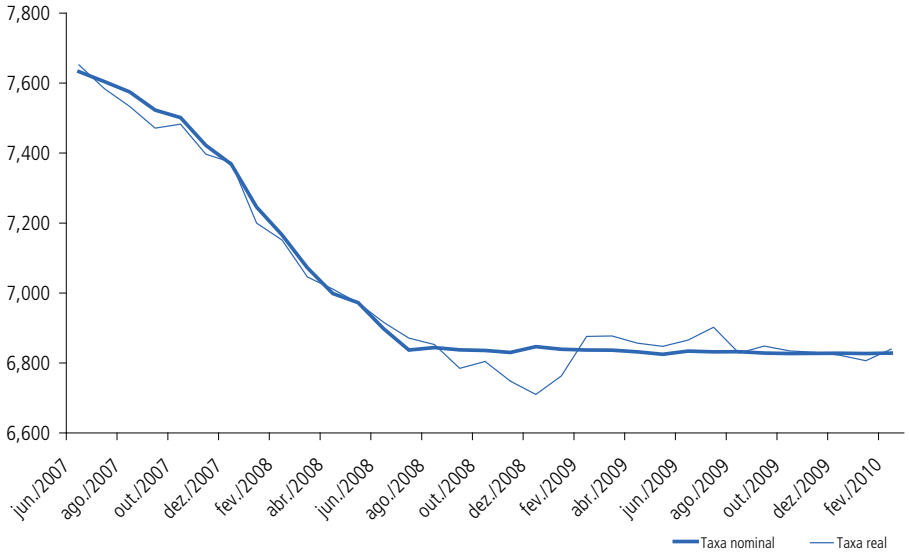
ZHANG, L. **China's policy responses to the global financial crisis**: efficacy and risks. *In*: CONFERENCE GLOBAL FINANCIAL GOVERNANCE: CHALLENGES AND REGIONAL RESPONSES. Berlim, Sept. 2009.

ANEXO

GRÁFICO A.1

China: evolução mensal das taxas de câmbio nominal e real no período da crise (2007-2010)

(Em CNY/USD)



Fonte: Bloomberg. Elaboração própria.