

3

Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: Avaliação e Proposição de Política*

Luiz Fernando de Paula
José Luís Oreiro
Guilherme Jonas Costa da Silva

A discussão sobre o controle de capitais no Brasil tem sido feita, em geral, por uma ótica ideológico-econômica – argumenta-se que sua adoção representaria uma exclusão dos fluxos de capitais mundiais e, conseqüentemente, dos benefícios do processo de globalização financeira – ou por uma ótica exclusivamente técnica, que advoga a impossibilidade de uma efetiva implementação de qualquer forma de controle, dado a capacidade de os investidores driblarem as regulamentações estabelecidas. Tal discussão não parece levar em consideração que algumas experiências recentes de controle de capitais lograram – em algum grau – sucesso nos objetivos a ser alcançados em alguns países, como Chile e Malásia, como foi reconhecido por um estudo recente feito por técnicos do Fundo Monetário Internacional (FMI)

* Os autores agradecem a Elena Soihet, Fernando Cardim de Carvalho e Fernando Rocha, pelo esclarecimento de alguns aspectos técnicos e discussões sobre o tema. Erros e omissões são de nossa inteira responsabilidade.

(1). Em outras palavras, os argumentos contra a intervenção do Estado nos movimentos de capitais entre fronteiras parecem se apoiar mais em preconceitos de natureza ideológica do que em sólidos argumentos teóricos e empíricos.

Hoje em dia, considerando a instabilidade financeira/cambial típica da experiência mundial recente, mesmo órgãos conservadores, como o FMI, defendem a possibilidade, em certas circunstâncias, do uso temporário de certos tipos de controle de capitais. No próprio *mainstream*, vários economistas têm criticado os benefícios do processo de liberalização financeira (29, 33, 34, 35) e defendido o controle de capitais para aumentar a autonomia da política monetária e reduzir a vulnerabilidade externa das economias emergentes. Stiglitz, por exemplo, afirma que:

Mercados voláteis são uma realidade inescapável. Países em desenvolvimento precisam administrá-los. Eles terão de considerar políticas que ajudem a estabilizar a economia. Essas podem incluir políticas do estilo chileno que coloca alguns limites sobre os fluxos de capitais (33, p. 12).

No caso brasileiro, a experiência recente de instabilidade cambial, desde a crise asiática, tem revelado as dificuldades de administração das políticas macroeconômicas em um país com elevada dependência de capitais externos, moeda fraca e conta capital aberta. Um novo estilo de política econômica torna-se necessário para criar condições para um crescimento econômico sustentável e financeiramente estável. A adoção de alguns mecanismos de controle de capitais pode ajudar no estabelecimento dessa política, em conjunto com outras políticas.¹ No que segue, desenvolveremos e analisaremos argumentos teóricos e empíricos que favorecem a adoção de controle de capitais no

¹ Ver, a propósito, os outros capítulos do livro, em especial os capítulos 2, 4 e 5.

Brasil, assim como iremos apresentar uma proposta preliminar para o país.

I. MOBILIDADE DE CAPITAIS, AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA E CRISES DO BALANÇO DE PAGAMENTOS: A TEORIA ECONÔMICA DO CONTROLE DE CAPITAIS

1.1. Problemas na gestão macroeconômica nos países emergentes

As recentes propostas de introdução de controle de capitais nas economias emergentes têm como fundamento teórico a idéia de que a mobilidade (excessiva) de movimentação de capitais de curto prazo gera três tipos de problemas para a gestão macroeconômica, a saber: perda de autonomia na condução da política monetária, aumento da fragilidade externa da economia e tendência à apreciação cambial devido aos grandes fluxos de capitais.

1.1.1. Perda de autonomia na condução da política monetária

O fluxo excessivo de capitais e sua volatilidade podem acarretar uma perda de autonomia na condução da política econômica e, de forma particular, uma redução na capacidade dos bancos centrais de conduzir a política monetária com vistas ao atendimento de objetivos domésticos como, por exemplo, a manutenção de um elevado nível de emprego e a estabilidade da taxa de inflação.

No caso da adoção de um regime de câmbio fixo – em especial, em um regime extremo de *currency board*² – não há espaço para polí-

² No *currency board* a taxa de câmbio é fixada pela autoridade monetária que está obrigada

ticas monetárias autônomas ou políticas fiscais expansionistas, já que a emissão de moeda doméstica deve ser 100% coberta por reservas internacionais. A defesa da taxa de câmbio em um regime dessa natureza requer que a política monetária seja devotada unicamente à manutenção da taxa de câmbio, não podendo ser usada para alcançar objetivos relacionados a emprego, por exemplo. A perda de autonomia da política monetária impossibilita que a mesma seja usada para contra-restar os efeitos de choques exógenos sobre a economia doméstica. Adiciona-se, ainda, que fluxos excessivos de capitais podem acarretar problemas relacionados à esterilização dos recursos entrantes, resultando em custos fiscais elevados, dependendo da magnitude de recursos e do tamanho do diferencial de taxa de juros *vis-à-vis* as taxas externas.

Por outro lado, como Tobin argumenta (35), a perda da autonomia das políticas econômicas nacionais, em particular da política monetária, ocorre também sob o regime de câmbio flexível, uma vez que a excessiva volatilidade na taxa de câmbio – sobretudo no caso de países emergentes – impõe uma série de dificuldades para o gerenciamento macroeconômico de um país, como por exemplo no controle da inflação:³ “Eu acredito que o problema básico hoje não é o regime cambial, se fixo ou flutuante. O debate sobre regimes obscurece o problema essencial, que é a excessiva mobilidade internacional [...] do capital financeiro privado” (35, p. 153). Ademais, a variação cambial é um elemento que aumenta a incerteza dos tomadores de decisão, uma vez que a taxa de câmbio é um dos preços básicos que balizam as expectativas empresariais, arrefecendo conseqüentemente o *animal spirits* dos empresários, com efeitos negativos sobre o nível dos investimentos (8).

por lei a manter um volume de reservas internacionais igual ao valor da base monetária, e a emissão de moeda está atrelada às variações nas reservas internacionais.

³Ver também o artigo de Oreiro e Rangel (23).

1.1.2. Aumento da fragilidade externa da economia e crises cambiais

A fragilidade externa de uma economia está relacionada à sua maior (ou menor) suscetibilidade à ocorrência de crises do balanço de pagamentos ou, mais especificamente ao “grau de vulnerabilidade de uma economia às mudanças nas condições de financiamento oriundas de alterações nas taxa de juros externas” e nas condições de liquidez do mercado financeiro internacional (26, p. 78).

Num contexto de grande mobilidade de capitais de curto prazo, essas crises podem ocorrer por razões não diretamente relacionadas com a situação da conta de transações correntes do balanço de pagamentos (5). Em outras palavras, países que possuem pequenos déficits em transações correntes como proporção do Produto Interno Bruto (PIB) – e que, portanto, são *solventes* do ponto de vista externo (11) – podem se defrontar com uma reversão súbita da entrada de capitais de curto prazo em função de uma mudança nas expectativas dos investidores internacionais.⁴ Essa mudança de expectativas pode ser induzida por eventos não fundamentais (*sunspots*), pode resultar de comportamentos de manada (*herding behavior*) ou, ainda, do chamado efeito contágio.

O contágio ocorre quando os investidores internacionais optam por não coletar informações custosas a respeito dos “fundamentos macroeconômicos” de um determinado país, sendo assim influenciados por “rumores” (fundamentados ou não) a respeito da situação do mesmo. A ocorrência de algum rumor negativo sobre a situação financeira de um determinado país poderá levar os investidores inter-

⁴ A relação entre mobilidade de capitais de curto prazo e crise do balanço de pagamentos foi estabelecida por Rodrik e Velasco (30), inspirados no modelo de corridas bancárias de Diamond e Dybig (10), as quais mostram que o acúmulo de um grande passivo externo de curto prazo, resultante de um grande fluxo de entrada de capitais de curto prazo, pode criar as condições necessárias para a ocorrência de uma crise cambial gerada por profecias auto-realizáveis.

nacionais a fazer uma realocação de portfólio de âmbito mundial, na qual os recursos aplicados nos títulos das empresas e do governo desse país sejam reaplicados em títulos considerados mais seguros. Dessa forma, o “consenso pessimista” pode se formar como resposta à divulgação de algum rumor negativo sobre a economia do país em consideração, num contexto em que os investidores internacionais são *deliberadamente ignorantes* a respeito da real situação econômica. Daqui se segue que eventos não fundamentais (*sunspots*) – como rumores – podem desencadear uma crise externa de graves conseqüências sobre as economias dos países nos quais não há restrições ao movimento de entrada e saída de capitais de curto prazo.

Outro elemento que pode induzir a emergência de um consenso pessimista é o chamado *comportamento de manada* (*herding behavior*), definido como uma situação na qual o comportamento de um determinado grupo de agentes é *imitado* por todos os demais agentes (21, p. 117).

1.1.3. Apreciação do câmbio real e desequilíbrio em transações correntes

Um terceiro problema associado aos fluxos de capitais de curto prazo está relacionado aos efeitos desses fluxos sobre a taxa real de câmbio e, por conseguinte, sobre o saldo em transações correntes do balanço de pagamentos. Em regimes de câmbio flutuante, um movimento mais intenso de entrada de capitais de curto prazo resultará numa *apreciação do câmbio nominal*. Em função da rigidez de curto prazo dos preços domésticos e internacionais, essa apreciação do câmbio nominal será acompanhada por uma apreciação do câmbio real, levando a uma deterioração do saldo em transações correntes do país que estiver absorvendo esses fluxos.

No caso dos países emergentes, o problema é ainda mais grave devido ao reduzido tamanho dos mercados de capitais desses países com relação aos fluxos de capitais de curto prazo que ingressam nesses mercados (17, p. 57). Tal fato faz com que a apreciação do câm-

bio real seja muito maior nos mercados emergentes do que nos países desenvolvidos.

A apreciação do câmbio real também ocorre em países que operam com regime de câmbio fixo. Com efeito, a entrada maciça de capitais de curto prazo resulta numa grande expansão do volume de meios de pagamento, em função do comprometimento dos bancos centrais desses países com o sistema de câmbio fixo. Essa expansão monetária será acompanhada, em geral, por um aumento dos preços dos ativos financeiros e dos preços dos bens domésticos (*tradables* e *non-tradables*). Portanto, mesmo num regime de câmbio fixo, um grande fluxo de entrada de capitais de curto prazo resultará numa apreciação da taxa real de câmbio.⁵

O grande problema associado ao aumento do déficit em transações correntes é que esse fenômeno – se suficientemente forte – pode comprometer a solvência externa da economia. Com efeito, a capacidade de pagamento dos compromissos externos de uma economia é medida usualmente pela razão dívida externa/exportações. Pode-se facilmente demonstrar⁶ que a relação dívida externa/exportações aumentará de forma contínua ao longo do tempo se a seguinte condição for atendida:

$$h < (i - x) z,$$

onde h é a transferência líquida de recursos para o exterior (igual ao saldo da balança comercial + saldo dos serviços não-fatores) como proporção das exportações, i é a taxa de juros internacional, x é a taxa

⁵ Esse foi precisamente o caso dos países do Sudeste Asiático (Indonésia, Malásia, Filipinas, Tailândia e Coréia do Sul) durante a década de 1990. Com efeito, houve um grande movimento de entrada líquida de capitais privados nessas economias dos países no período entre 1994 e 1996. Esse fluxo de entrada de capitais foi acompanhado por um aumento do déficit em transações correntes desses países e por uma considerável apreciação da taxa real de câmbio. Ver, a respeito, o trabalho de Radelet e Sachs (27).

⁶ Ver *Macroeconomia* (30, pp. 96-7).

de crescimento das exportações e z é a razão dívida externa/exportações. Nesse contexto, uma forte apreciação do câmbio real pode resultar numa dinâmica explosiva para a relação dívida externa/PIB na medida em que gera uma redução na relação transferência líquida de recursos para o exterior/exportações.

Do exposto, segue-se que os fluxos de entrada de capitais de curto prazo podem colocar as condições necessárias para a ocorrência de uma crise de endividamento externo, em virtude de seus efeitos sobre a taxa real de câmbio e o saldo em transações correntes.

1.2. Controle de capitais: custos e benefícios

De acordo com a análise da seção anterior, pode-se concluir que a obtenção dos objetivos de autonomia da política monetária, a redução da fragilidade externa e a manutenção do equilíbrio em transações correntes requerem para os países emergentes, *ceteris paribus*, a adoção de controles permanentes à entrada e saída de capitais. Apesar dos benefícios que o controle de capitais pode proporcionar para os países em termos de autonomia de política monetária, redução da fragilidade externa e manutenção do equilíbrio em transações corrente, alguns autores afirmam que os custos desses controles poderiam ser maiores do que os benefícios (14, pp. 3-4). Argumenta-se que a redução da mobilidade de capitais associada à introdução desses controles geraria uma diminuição do bem-estar da sociedade, uma vez que:

- 1) Os controles, se bem-sucedidos, aumentam o valor da taxa de juros externa (*offshore rate*) com base na qual os residentes domésticos podem levantar empréstimos no exterior. Tal acréscimo atua no sentido de reduzir o conjunto de possibilidades de consumo futuro, restringindo as escolhas que os residentes domésticos têm à sua disposição no que se refere ao padrão intertemporal de consumo.

- ii) A existência de controle de capitais limita a capacidade do país de sustentar seu padrão de consumo em face de um choque exógeno que gere uma redução do nível de produção. Por exemplo, a mobilidade internacional de capitais permitiria um país manter seu padrão de consumo inalterado em função da ocorrência de distúrbios cíclicos em termos de comércio, produto ou demanda externa, ou um desastre natural, com a venda de ativos ou da tomada de empréstimos no exterior.
- iii) A redução do acesso ao mercado internacional de capitais deve resultar numa diminuição das perspectivas de crescimento de longo prazo do país, uma vez que atua no sentido de reduzir a capacidade dos residentes domésticos de tomar empréstimos para aumentar sua capacidade de produção de bens no futuro (20).

Segundo essa linha de argumentação, os benefícios de controle de capitais devem ser comparados com os custos dos mesmos em termos de redução da eficiência e do bem-estar econômicos. Nas palavras de Fisher:

Em suma, a liberalização da conta de capital pode trazer benefícios significativos para os países. Residentes e governos são capazes de tomar emprestado em termos mais favoráveis, e os mercados financeiros domésticos tornam-se mais eficientes como resultado da introdução de tecnologias financeiras mais avançadas, resultando em uma melhor alocação de poupanças e investimentos [...] Ao mesmo tempo, a liberalização da conta capital aumenta a vulnerabilidade da economia a mudanças no sentimento. Geralmente, essas mudanças têm base racional, mas elas podem ser na ocasião excessivas, e podem algumas vezes resultar em efeitos de contágio (14, p. 3).

Isso posto, uma questão teórica fundamental no debate a respeito da desejabilidade de controle de capitais é determinar se os benefícios

advindos da introdução dos mesmos são maiores do que os custos que impõem para o sistema econômico. No que se refere a esse ponto deve-se ressaltar que os *críticos* da adoção de controle de capitais não ofereceram nenhuma evidência empírica que comprovasse que os custos da redução da mobilidade de capitais superam os benefícios (6, 29). Nas palavras de Rodrik:

Os dados não oferecem nenhuma evidência de que países em desenvolvimento sem controle de capitais tenham crescido mais rápido, investido mais, ou experimentado inflação menor. Controles de capitais são essencialmente não correlacionados com o desempenho econômico no longo-termo, uma vez que controlemos outros determinantes (29, p. 61).

Nessa mesma linha de argumentação, conclui Stiglitz :

Uma vez que se reconheça que os fluxos de capitais de curto prazo podem aumentar a instabilidade econômica, existe um verdadeiro caso para intervenção: a instabilidade associada com o movimento de capitais de curto prazo resulta em uma clara discrepância entre riscos e retornos privado e social. Os fluxos de capitais impõem uma enorme externalidade negativa. De fato, deveria ser óbvio que a crise que resultou desses fluxos voláteis tem afetado muitos outros além dos tomadores e emprestadores [...] (34, p. 1981).

Tal como ocorre com a questão correlata da intervenção governamental nos mercados financeiros (22), os argumentos contra a intervenção do Estado na movimentação dos capitais entre as fronteiras nacionais se apóiam mais em *preconceitos de natureza ideológica* do que em sólidos argumentos teóricos ou empíricos. Nas palavras de Carvalho e Sicsú:

Os defensores da liberalização se apóiam, na verdade, na sabedoria convencional corrente da comunidade dos economistas (...) que reconhece nos mecanismos de mercado eficiência superior em promover o bem-estar do que a de qualquer mecanismo alternativo, especialmente aqueles que envolvem alguma intervenção do Estado (6, p.12).

Um outro aspecto a ser ressaltado no debate sobre controle de capitais é indagar se não existiriam formas alternativas de se obter os benefícios proporcionados pelos mesmos sem, contudo, incorrer nos custos associados à introdução desses controles. Uma resposta afirmativa a essa pergunta foi dada recentemente por Calvo (4; 5). Para esse autor, a fragilidade externa das economias resulta fundamentalmente da existência de *governos soberanos*.

Com efeito, a possibilidade de crises externas geradas por profecias auto-realizáveis é uma *decorrência da própria autonomia de formulação de política econômica por parte desses governos*. Essa maior autonomia tem como contrapartida maior incerteza a respeito da rentabilidade dos projetos de investimento, principalmente no caso dos países emergentes. Isso leva os investidores a enfrentar custos fixos mais altos para obter a informação macroeconômica relevante para sua tomada de decisão. Maiores custos para a obtenção de informação atuam no sentido de estimular os agentes a se guiar por “rumores”, facilitando dessa forma a ocorrência de contágio e comportamento de manada. Nas palavras de Calvo:

Os custos do aprendizado sobre um determinado país aumentam devido à existência de um governo soberano que não está bem comprometido com regras claras de política econômica restritiva, tornando o país vulnerável a crises financeiras auto-realizáveis (5, p. 90).

Nesse contexto, a solução seria adotar mecanismos que reduzissem ou eliminassem a autonomia da política econômica doméstica.

Um mecanismo possível seria a adoção de um *regime de câmbio fixo irreversível* como, por exemplo, o *currency board* ou a *dolarização* (4, p. 13).

A crítica a essa tese de Calvo é feita por Rigobon. Para este último, a idéia de que a “flexibilidade na condução da política econômica é algo intrinsecamente ruim é uma hipótese apriorística e não uma dedução lógica do modelo de contágio” (28, p. 114). Na verdade, pode-se pensar situações nas quais a autonomia na condução da política econômica facilitaria a tarefa do governo de “suavizar” os efeitos dos choques externos sobre a economia, reduzindo assim a incerteza e a perda de bem-estar resultantes dos mesmos. Em suas palavras:

Um exemplo interessante é o caso das crises financeiras de meados dos anos 80, no Estado do Texas. Em 1986, o preço do petróleo caiu para níveis históricos, e a maioria dos bancos no Texas teve problemas. No mesmo período, a Venezuela, que tinha uma economia semelhante à do Estado do Texas em termos de tamanho e dependência do petróleo, desvalorizou sua moeda e evitou uma crise financeira. Estou certo de que a razão pela qual os bancos sobreviveram na Venezuela não foi a melhor regulação. A evidência mostra o contrário. Nesse caso, o fato de que o país poderia desvalorizar e reconhecer as perdas devido aos choques externos reduziu as pressões sobre o setor financeiro (28, p. 114, n. 5).

2. EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL DE CONTROLE DE CAPITAIS: UMA BREVE AVALIAÇÃO

2.1. Tipos de controle de capitais⁷

Controle de capitais envolve diretamente o constrangimento de uma ou mais categorias relacionado principalmente à conta de capital do balanço de pagamentos: investimento direto estrangeiro, investimento de portfólio, empréstimo ou tomada de empréstimo por residentes e não residentes, transações efetivadas por contas de depósito e outras transações diversas (por exemplo, transferências unilaterais). Controle de capitais é usado para diferentes propósitos, entre os quais destacam-se:

- i) manter a estabilidade da taxa de câmbio, reduzindo as pressões sobre esta;
- ii) permitir a implementação de políticas monetárias domésticas autônomas (nesse caso, se os controles são efetivos, os fluxos de capitais tornam-se menos sensíveis às taxas de juros, o que permite que as autoridades se voltem para objetivos econômicos domésticos);
- iii) preservar a estabilidade monetária e financeira em face de fluxos persistentes de capital (inclusive para deter saídas de capitais em contexto de crise do balanço de pagamentos).⁸

Controle de capitais pode ser dividido em *controle seletivo*, que cobre alguma(s) modalidade(s) de operação financeira relacionada a

⁷ Esta seção está baseada na análise de L. F. Paula (25, seção 2).

⁸ Para uma análise e avaliação dos objetivos da adoção de controle de capitais, ver os trabalhos de Ariyoshi e colaboradores (1) e de Carvalho e Sicsú (6).

fluxos de capitais externos, e *controle extensivo*, que cobre todas as operações financeiras. E, ainda, entre *controle sobre a entrada* de capitais externos e *controle sobre saída* de capitais: o primeiro é justificado pela função preventiva, visando evitar um fluxo excessivo de entrada de capitais durante os períodos de *boom* (e conseqüentemente evitando uma apreciação real excessiva da taxa de câmbio); o segundo, por sua vez, justifica-se pela imposição de constrangimentos sobre saída de capitais que permitam quebrar a ligação entre as taxas de juros domésticas e as taxas internacionais, e também como forma de reduzir a velocidade da saída de capitais (ou mesmo evitá-la) quando um país se defronta com a possibilidade de uma retirada repentina e instabilizante de capitais em momentos de maior incerteza.

Tomando como ponto de partida que controles sobre os fluxos de capitais tomam a forma sobre as restrições sobre ativos transacionados ou sobre pagamentos relacionados à aquisição de ativos, eles podem ser classificados em *controles diretos ou administrativos sobre capitais*, tais como limites quantitativos (por exemplo, estabelecimento de limites ou de autorização especial para empréstimos novos ou existentes tomados no exterior por parte de residentes) ou proibição de certas transações pela imposição de limites mínimos de maturidade, que visam afetar diretamente o volume das transações financeiras entre países; e em *controles indiretos ou baseados em preços*, que são estabelecidos pela cobrança de impostos sobre os fluxos entre fronteiras, podendo ser diferenciados de modo a desestimular certos tipos de transação ou maturidades, ou por meio de requerimentos de reservas não remuneradas⁹ (compulsórios) que tornam as transações financeiras mais custosas de ser efetuadas, podendo limitar a saída de capitais de modo a torná-los mais sensíveis às taxas de juros domésticas.

⁹ Os requerimentos de reserva obrigam as partes estrangeiras que desejam depositar dinheiro em uma conta bancária doméstica (ou outra forma de fluxo) a depositar uma percentagem desse fluxo no banco central por um período mínimo determinado.

2.2. A experiência internacional: o caso do Chile, da Malásia e da Tailândia

As experiências de países com controle de capitais podem ser classificadas de acordo com as circunstâncias em que este foi adotado:

- i) experiências com o uso de controle de capitais para limitar as entradas de capital de curto prazo (Brasil – 1993-97, Chile – 1991-98, Colômbia – 1993-98, Malásia – 1994, e Tailândia – 1995-97);
- ii) experiências com o uso de controle na saída durante crises financeiras (Malásia – a partir de 1998, Espanha – 1992, e Tailândia – 1997-98);
- iii) experiências de controle extensivo de câmbio durante crises financeiras (Romênia – 1994-96, Rússia – 1998-99, e Venezuela – 1994-96);
- iv) experiências com controles extensivos e permanentes (China e Índia);
- v) experiências de rápida liberalização de controle de capitais (Argentina – 1991, Quênia – 1991-95, e Peru – 1990-91).¹⁰

Para efeito da discussão que realizamos neste capítulo, iremos nos centrar na análise do caso do Chile (1991-98), que tem sido citado freqüentemente com um caso de uso efetivo de controle de capitais para limitar fluxos de curto prazo; da Malásia (a partir de 1998), cuja experiência de uso de controle na saída durante uma crise financeira, apesar de muito criticada na época de sua adoção, tem sido mais recentemente avaliada de forma positiva em função dos resultados alcançados; e, por fim, da Tailândia (1997-98), que, como a Malásia, adotou controles na saída no contexto da crise asiática, mas que não

¹⁰ Para uma análise ampla dessas experiências, ver *Capital controls* (1).

somente foram malsucedidos em inibir a especulação cambial, como tiveram vida curta.¹¹

O Chile combinou controles com base no mercado (por meio da taxaço indireta sobre os fluxos de capitais via requerimentos de reserva) com controles administrativos (requerimento de tempo mínimo para os fluxos de capitais entrantes) e outras medidas regulatórias (como a obrigatoriedade de um *rating* mínimo para a tomada de empréstimos externos). Os objetivos desses controles eram:

- i) diminuir o volume de capitais entrantes no país, de modo a reduzir ou retardar a apreciação na taxa de câmbio real;
- ii) desencorajar a entrada de capitais especulativos de curto prazo no país, sem afetar os investimentos estrangeiros de longo prazo, permitindo assim alongar a composição dos capitais externos; e
- iii) proporcionar uma maior autonomia na política monetária, de modo a permitir que o Banco Central chileno mantivesse um elevado diferencial entre taxa de juros doméstica e internacional (12,19).

Mais especificamente, as autoridades chilenas estabeleceram um período mínimo de um ano de manutenção dos capitais externos entrantes de não residentes, e, ainda, como medida de controle extensivo, adotou taxas implícitas – sob a forma de um compulsório não remunerado a ser depositado no Banco Central por um determinado período (um ano) e a uma dada proporção (30% na maior parte da década de 1990) – sobre todos os fluxos de portfólio entrantes.¹² Ins-

¹¹ O caso brasileiro é analisado na seção 3.

¹² Tais constrangimentos tinham um caráter contracíclico, sendo apertado durante períodos de confiança quando havia um aumento nos fluxos de entrada de capitais e relaxado quando os fluxos diminuam. De fato, o *encaje* – um depósito de um ano no banco central, obrigatório e não remunerado – era inicialmente, quando criado em 1991, de

tituíram, ademais, que os títulos emitidos pelas empresas locais nos mercados internacionais deveriam ter uma maturidade mínima média de quatro anos, além da obrigatoriedade de ter uma classificação de risco não menor do que “BB”. De modo complementar, o Banco Central procurou fortalecer a estrutura prudencial do sistema financeiro doméstico, no contexto de um programa de reformas econômicas, incluindo uma supervisão seletiva de ativos e um devido provisionamento por parte dos bancos, além de estabelecer regras para classificação dos empréstimos e limitar a exposição dos bancos ao risco cambial.

Ainda que não haja evidências conclusivas de que houve uma redução na magnitude do influxo de capitais no Chile,¹³ e que, conseqüentemente, tenha tido efeito sobre a taxa de câmbio real, há consenso de que o controle de capitais ajudou a alongar a maturidade média desses fluxos (12, 37), e também permitiu, por meio dos requerimentos de reserva não remunerados, aumentar, em algum grau, a autonomia da política monetária, ao ajudar a manter uma separação entre as condições monetárias doméstica e internacional (1, cap. 5). Adiciona-se que os controles de capitais não foram evadidos no Chile, onde a capacidade de coletar impostos sobre fluxos de capitais foi crescente com o tempo, com as autoridades fechando as brechas e utilizando controles seletivos de capitais que desencorajaram significativamente alguns tipos particulares de créditos de curto prazo. Uma crítica que tem sido feita ao controle de capitais no Chile é que ele não foi capaz de evitar os efeitos de contágios de choques externos no período 1997-98 (12). Este

20%, se elevando para 30% em 1993, devido ao crescimento no fluxo de capitais, e caindo para 10% em 1998, no contexto dos efeitos da crise asiática e, depois, da crise russa, sendo eliminado completamente em setembro daquele ano.

¹³ Embora, segundo Massad (19, p. 43), uma comparação entre países mostre que o Chile recebeu, em média, fluxos de capitais líquidos equivalentes a 6% do PIB em 1990-95; um montante significativamente menor do que o fluxo de países emergentes que não regularam suas contas de capital, como no caso da Tailândia e Malásia (ambas com cerca de 10% do PIB) antes de 1998.

último resultado, contudo, deve ser relativizado, tendo em vista que o controle de capitais no Chile funcionou relativamente bem até 1997, permitindo uma melhor gestão da política macroeconômica do país, mas não foram instituídos para neutralizar contágios externos, sobretudo em momentos de maior instabilidade no mercado financeiro mundial, como ocorrido em 1997/98. Sob essas novas condições, como observou French-Davis, deveria haver um aumento e mudanças nas restrições aos fluxos de capitais no Chile, de modo a torná-las mais adequadas ao novo contexto (15).

Um controle sobre saída de capitais durante crise de balanço de pagamentos foi utilizado na Malásia a partir de setembro de 1998, quando ficou evidente que as políticas existentes eram insustentáveis por causa da intensa e contínua pressão especulativa contra a moeda malaia – o *ringgit*. Os elevados diferenciais entre as taxas de juros *on-shore* e *offshore* haviam iniciado uma intensa saída de capital e um subsequente *credit crunch*. Na ocasião, o governo malaio anunciou um conjunto de controle de capitais amplos e seletivos, por intermédio de constrangimentos quantitativos sobre fluxos de saídas, principalmente sobre portfólio e contas de depósito, mas sem restringir os pagamentos relativos a transações correntes e investimento direto estrangeiro. Objetivava, com isso, conter a especulação com o *ringgit* e a saída de capitais por intermédio da eliminação do mercado *offshore* e estabilizar os fluxos de capital de curto prazo. Tais medidas incluíram a liquidação forçada de contas *offshore* em *ringgit* por residentes e não residentes, um banimento na provisão de facilidades de crédito para não residentes, e o bloqueio de repatriação do capital de portfólio retido pelos não residentes por doze meses, além da restrição de transferências de capital por residentes. As autoridades malaias também fixaram a moeda doméstica ao dólar americano, depois de deixá-la flutuar desde julho de 1997, e ao mesmo tempo adotaram políticas monetárias e fiscais mais relaxadas, além de acelerar as reformas do setor financeiro e corporativo, que haviam sido iniciadas no começo de 1998, de modo a fortalecer o sistema bancário.

A combinação da virtual eliminação do mercado *offshore* em *ringgit* junto com as restrições sobre repatriação de capital de portfólio de não residentes e sobre os investimentos externos de residentes foi bem-sucedida em conter as saídas de capital na Malásia. Os controles de capital, em conjunção com outras políticas financeiras, contribuíram para diminuir as pressões especulativas e estabilizar a taxa de câmbio, apesar do acentuado relaxamento nas políticas monetárias e fiscais que visaram dar suporte ao débil nível de atividade econômica do país. (1, pp. 24-5) Ademais, eles deram às autoridades malaias algum tempo para enfrentar os desequilíbrios macroeconômicos e implementar reformas no sistema bancário. Kaplan e Rodrik (18) compararam a recuperação da Malásia, após a adoção de controle de capitais, com a experiência da Coreia e da Tailândia após aceitarem o programa do FMI, e concluíram que a Malásia conseguiu melhores resultados, tanto no lado real da economia, com uma recuperação econômica mais rápida e perdas menores em termos de emprego e salários reais, quanto no lado financeiro, com o mercado de capitais reagindo melhor, as taxas de juros caindo mais e a inflação ficando em patamares mais baixos do que daqueles países. Os autores concluem que “controles de capital funcionaram [na Malásia] para revitalizar a demanda não somente porque eles deram ao governo uma maior autonomia fiscal e monetária, mas provavelmente porque permitiram o retorno de uma certa estabilidade aos mercados financeiros” (18, p. 27).

No caso da Tailândia, um controle sobre saída de capitais durante uma crise de balanço de pagamentos foi adotado após uma forte especulação contra a moeda tailandesa – *bath* – em maio de 1997, depois de uma década de estabilidade na taxa de câmbio e de um expressivo crescimento econômico. Os ataques especulativos foram facilitados pela sistema cambial relativamente aberto da Tailândia na época, pela presença de um bem desenvolvido mercado à vista e de *swap*, e pela liberdade de não residentes em obter crédito em *bath* dos bancos locais. Nesse contexto, a especulação contra o *bath* tomou a forma de tomada de posições diretas no mercado futuro, que criou

pressões para baixo na taxa futura, e o uso de empréstimos em *bath* que, ao serem convertidos em moeda estrangeira, criaram posições curtas contra a moeda doméstica.

A imposição de medidas de controle de capitais na Tailândia em 1997 – com a criação de um mercado de câmbio duplo segmentado em um mercado *onshore* e outro *offshore*, e com a imposição pelo governo de que os bancos tailandeses suspendessem todas as transações com não residentes que pudessem facilitar o estabelecimento de posições em *bath* no mercado *offshore*, além da proibição dos investidores estrangeiros no mercado de ações de repatriarem seus fundos em *bath* – não foi bem-sucedida como no caso malaio. Algumas importantes exceções de controles foram permitidas, relacionadas a fluxos de investimento direto estrangeiro e a vários investimentos em portfólio. Os controles de capital não evitaram a saída de capitais pelos canais alternativos. Da mesma forma, o forte aumento no *spread* entre as taxas de juros *onshore* e *offshore* criou oportunidades de arbitragem e incentivos para driblar os controles. Devido às expectativas persistentes de desvalorização do *bath* diante da saída de capitais, as reservas internacionais permaneceram sob pressão, e as autoridades acabaram abandonando o regime de câmbio fixo, deixando o *bath* flutuar no início de julho de 1997, em vista do alto custo de defendê-lo. Segundo Ariyoshi e outros,

os controles de capital da Tailândia tiveram uma vida curta. Não há evidência sólida sobre as razões da erosão da efetividade dos controles, nem sobre os canais usados para driblar os controles. Evitar controles foi facilitado, entretanto, pelo fato de que eles não foram de amplo alcance e não eliminaram o mercado *offshore*, que continuou a proporcionar oportunidades de arbitragem (1, p. 58).

Um balanço final da discussão – a partir da análise efetuada nesta seção, com base na literatura internacional – parece indicar que os controles de capitais mais eficazes envolvem a monitoração de ope-

rações com câmbio em geral que sejam abrangentes em seus alcances e fortemente impostos, de modo a evitar a possibilidade de redenominação artificial de operações com o fim específico de evitar as restrições existentes. Devem cobrir, sobretudo, as entradas de capital de não residentes, sendo capaz ao mesmo tempo de monitorar e controlar as saídas de capitais de residentes. Podem, portanto, ser usados como um instrumento de viabilização de políticas econômicas mais autônomas e de geração de maior estabilidade no mercado cambial, ou mesmo, em casos excepcionais, como um instrumento temporário em momentos de crises agudas de balanço de pagamentos, mas não devem ser usados como instrumento permanente para “cobrir” políticas econômicas inconsistentes. Nesse caso, devem ser acompanhados por mudanças da política econômica e/ou por introdução de reformas (por exemplo, aprimoramento da supervisão bancária), como mostra os casos bem-sucedidos da Malásia e do Chile.

3. FLUXOS DE CAPITAIS E MOVIMENTOS ESPECULATIVOS NO BRASIL

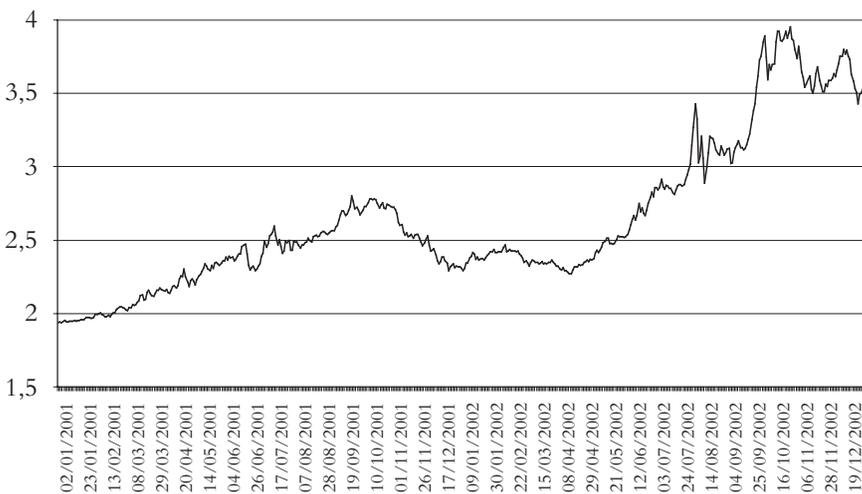
3.1. Vulnerabilidade externa e volatilidade cambial

A economia brasileira, do ponto de vista do setor externo, tem apresentado dois problemas básicos: uma elevada vulnerabilidade externa, o que torna a economia vulnerável às mudanças nas condições e humores do mercado financeiro internacional, e uma alta volatilidade no mercado de câmbio, evidenciada pela forte oscilação na taxa de câmbio, que resulta em efeitos negativos tanto para a formação das expectativas empresariais quanto para o gerenciamento da política monetária.¹⁴

¹⁴ Como pode ser visto no Capítulo 4, o Banco Central reage às oscilações na taxa de

GRÁFICO 3.1

TAXA DE CÂMBIO NOMINAL (COMPRA), JAN/2001 A ABR/2003.



FONTE: Banco Central do Brasil.

O Gráfico 3.1 mostra o comportamento da taxa de câmbio nominal de janeiro de 2001 a abril de 2003. Antecedido por um período de relativa estabilidade na taxa de câmbio, quando o mercado financeiro internacional esteve mais estável e a economia brasileira teve um bom desempenho econômico (taxa de crescimento do PIB em 4,4% em 2000), observa-se que a taxa de câmbio, a partir de 2001, passou a ter, além de maior variabilidade no curto prazo, um

câmbio movimentando a taxa de juros, reduzindo esta quando a volatilidade e a tendência da taxa de câmbio nominal são favoráveis, e aumentando quando são desfavoráveis. Além disso, o Banco Central é obrigado a elevar a taxa de juros de curto prazo por ocasião de uma desvalorização mais persistente na taxa de câmbio de modo a procurar garantir que a meta de inflação fique dentro do intervalo estabelecido.

movimento mais oscilatório, inicialmente passando por um processo de desvalorização, seguido a partir do final de 2001 de uma revalorização do câmbio, para a partir de maio de 2002 ter um acentuado e contínuo processo de desvalorização na taxa de câmbio. Esse período de maior oscilação na taxa de câmbio foi marcado por um conjunto de fatores que instabilizaram o mercado cambial, entre os quais, os efeitos de 11 de setembro de 2002, a crise argentina e, enfim, a incerteza das eleições presidenciais que marcou o ano de 2002.

A volatilidade cambial no Brasil resulta, fundamentalmente, de três fatores:

- i) um fator estrutural relacionado ao fato de que países emergentes com conta capital aberta enfrentam uma assimetria derivada da pequena magnitude do mercado financeiro cambial doméstico frente ao volume de recursos que são girados diariamente no mercado financeiro internacional, o que resulta em uma elevada oscilação nos fluxos de divisas, tanto na conta capital quanto nas rendas relacionadas aos serviços financeiros da conta corrente;
- ii) o crescimento no passivo externo do país, evidenciado, por exemplo, pelo crescimento de relação dívida externa/PIB, que tem se situado em mais de 40% desde o segundo semestre de 2001 (ver Tabela 3.1), que resulta no pagamento de elevado montante de divisas relacionadas à amortização e serviço da dívida;
- iii) o fato de que, após a mudança no regime cambial, em janeiro de 1999, os movimentos de saída de capitais de curto prazo, induzidos por mudanças nas expectativas dos agentes internacionais, passaram a refletir, não somente em perda de reservas internacionais, mas também sobre o próprio comportamento da taxa de câmbio.

Neste particular, a experiência brasileira recente mostrou que os movimentos de saída de capitais de curto prazo, observados a partir do segundo semestre de 2001, acabaram por induzir a uma grande desvalorização na taxa de câmbio nominal que, repassada aos preços, colocou em risco a estabilidade da taxa de inflação.

A experiência geral com regimes de taxa de câmbio flexível tem mostrado que:

- i) a substituição de regimes de câmbio fixo por flutuante tem produzido maior variabilidade, mesmo quando os fundamentos não se modificam;
- ii) os fundamentos não podem explicar o comportamento da taxa de câmbio no horizonte de curto e médio prazo;
- iii) as taxas de câmbio têm freqüentemente exibido oscilações no longo prazo, com nenhuma aparente e significativa mudança que as justifiquem.¹⁵

Esses problemas são mais sérios quando se trata de países emergentes, uma vez que:

- i) não têm uma experiência histórica de taxas de câmbio determinadas pelo mercado;
- ii) há poucos especuladores estabilizadores atuando no mercado de câmbio, ou seja, há uma ausência de *players* desejosos a atuar em posições cambiais contrárias a da média do mercado, além desses mercados serem propensos a exibir uma mentalidade de manada (*herd behavior*);
- iii) apresentam fluxos de capitais muito maiores e mais voláteis em relação ao tamanho dos mercados de capitais domésticos (17).

¹⁵ Essas conclusões foram extraídas por Grenville (17, p. 56), tendo como referência vários trabalhos acadêmicos.

A recente experiência brasileira de instabilidade cambial parece ilustrar as dificuldades de administração do balanço de pagamentos de um país com alta vulnerabilidade externa diante das mudanças nos humores dos investidores de mercado.

Com efeito, esperava-se que, com a adoção de um regime de câmbio flutuante, a partir de janeiro de 1999 a economia brasileira superasse sua vulnerabilidade externa, em função da extinção do alvo do ataque especulativo (um regime de câmbio semifixo) e também dos efeitos estabilizadores para o balanço de pagamentos da própria flutuação cambial. Contudo, a experiência recente mostrou que tal não foi o caso, como evidenciou a instabilidade macroeconômica que o país viveu em 2001 e principalmente em 2002, em consequência da forte saída de capitais externos e do movimento especulativo no mercado de câmbio, o que resultou tanto em baixo crescimento econômico quanto, a partir do segundo semestre de 2002, em aceleração na taxa de inflação.

A Tabela 3.1 mostra o comportamento de alguns indicadores conhecidos de vulnerabilidade externa. Em que pese a melhoria recente nos resultados na conta corrente do balanço de pagamentos, ainda é bastante elevada a vulnerabilidade externa do país. Apesar do rápido ajuste na balança comercial em 2002, resultado combinado de uma excessiva desvalorização na taxa de câmbio com uma economia semi-estagnada, a relação dívida externa bruta/exportações continua em torno de 4 (quatro), um número que o economista Mário Henrique Simonsen definia como próximo a um ponto crítico. O Brasil estaria, assim, na fronteira entre uma situação duvidosa e uma situação crítica. Simonsen definiu a situação externa de país da seguinte forma: um país devedor com uma relação dívida externa/exportações inferior a 2 (dois) está em situação confortável, entre 2 (dois) e 4 (quatro) está em situação duvidosa, e se for superior a 4 (quatro) está em situação crítica (31).¹⁶

¹⁶ Avaliando pesquisas empíricas recentes a respeito da existência de um limite para o

O índice dívida externa/exportações é particularmente relevante porque ele permite comparar o estoque da dívida com a capacidade de geração de dólares da economia, de modo a que se possa fazer uma avaliação da capacidade de pagamento dos compromissos externos por um país. Por outro lado, a relação dívida externa bruta/reservas internacionais mostra que o país dispõe de liquidez internacional para se opor a mudanças nas condições de rolagem da dívida. As reservas internacionais funcionam como uma espécie de colchão de liquidez de um país para enfrentar as dificuldades no balanço de pagamentos. A Tabela 3.1 mostra que, embora essa última relação tenha diminuído a partir de 2001, ela ainda encontra-se em um patamar bastante elevado e estável nos últimos trimestres, sendo a dívida externa cinco vezes maior que o volume de reservas internacionais. Isso impõe um limite ao uso de um sistema de câmbio administrado, a não ser que o país faça uso mais intenso de mecanismos de controle de capitais, acompanhado de medidas que estimulem o desempenho da balança comercial.

endividamento externo, Bresser Pereira e Nakano assinalam que: “O Banco Mundial descobriu que esse limite está em 220% das exportações e 80% do PIB, porque a maior parte dos episódios de crise da dívida e de renegociação aconteceu dentro desses limites. Cohen encontrou números mais baixos: quando a relação dívida/exportações atinge 200% e a relação dívida/PIB, 50%, a probabilidade de reescalonamento aumenta e o efeito sobre o crescimento se torna significativamente negativo” (3, p. 12).

TABELA 3.I

INDICADORES DE VULNERABILIDADE EXTERNA, 1994-2002.

Trimestre	Dívida Externa Bruta/PIB	Dívida Bruta/ Exportações	Dívida Bruta/ Reservas Internacionais	Conta Corrente/PIB
1T 1994	32,63%	387,27%	386,63%	-0,04%
2T 1994	31,48%	373,00%	350,49%	0,15%
3T 1994	29,42%	354,58%	343,56%	0,56%
4T 1994	27,31%	340,56%	382,15%	-0,33%
1T 1995	25,88%	343,96%	452,61%	-1,32%
2T 1995	24,75%	350,03%	468,92%	-2,41%
3T 1995	23,51%	348,15%	324,76%	-2,92%
4T 1995	22,58%	342,44%	307,21%	-2,61%
1T 1996	22,98%	348,24%	293,95%	-2,27%
2T 1996	23,15%	351,36%	280,87%	-1,90%
3T 1996	23,14%	361,57%	296,43%	-2,29%
4T 1996	23,20%	376,85%	299,34%	-3,03%
1T 1997	23,51%	384,37%	313,58%	-3,14%
2T 1997	23,82%	382,74%	329,72%	-3,55%
3T 1997	24,28%	378,02%	314,84%	-3,70%
4T 1997	24,76%	377,39%	383,34%	-3,77%
1T 1998	26,16%	387,89%	306,75%	-3,97%
2T 1998	27,51%	407,52%	311,46%	-3,92%
3T 1998	29,00%	438,12%	504,75%	-4,13%
4T 1998	30,67%	472,52%	542,34%	-4,24%
1T 1999	30,14%	445,34%	648,36%	-4,50%
2T 1999	34,65%	482,15%	555,20%	-4,92%
3T 1999	40,20%	512,24%	562,00%	-4,85%
4T 1999	45,00%	502,94%	664,43%	-4,72%
1T 2000	43,86%	484,94%	618,72%	-4,31%
2T 2000	40,81%	449,19%	821,82%	-4,17%
3T 2000	39,66%	427,36%	739,36%	-3,95%
4T 2000	39,22%	428,71%	715,39%	-4,02%
1T 2001	34,95%	359,16%	593,18%	-4,61%
2T 2001	36,98%	359,04%	556,68%	-4,73%
3T 2001	40,34%	372,93%	540,58%	-4,90%

TABELA 3.I (continuação)

INDICADORES DE VULNERABILIDADE EXTERNA, 1994-2002.

Trimestre	Dívida Externa Bruta/PIB	Dívida Bruta/ Exportações	Dívida Bruta/ Reservas Internacionais	Conta Corrente/PIB
4T 2001	41,13%	360,57%	585,33%	-4,55%
1T 2002	42,70%	374,22%	574,00%	-4,01%
2T 2002	45,82%	403,03%	521,53%	-3,83%
3T 2002	45,90%	371,07%	554,63%	-2,85%
4T 2002	46,72%	349,08%	557,10%	-1,71%

FONTE: Elaborada a partir dos dados do BCB-DEPEC.

3.2. Fluxos de capitais e movimentos especulativos

O Brasil, no contexto do retorno dos fluxos voluntários de capitais para a América Latina, observou a partir de 1992 uma retomada nos fluxos de capitais estrangeiros para o país, em níveis bem superiores ao verificado na década de 1970. Diferentemente do fluxo de capitais dos anos de 1970, quando predominou claramente o endividamento externo, a composição do fluxo de capitais no Brasil (e nos maiores países latino-americanos) se diversificou na década de 1990, com participação importante dos capitais de portfólio (aplicações em títulos de renda fixa e variável) e do Investimento Direto Estrangeiro (IDE).¹⁷

¹⁷ Essa afluência de capital externo proporcionou o financiamento necessário para remover a restrição externa vigente em vários países latino-americanos, contribuindo

O aumento do fluxo de capitais no Brasil resultou, basicamente, da conjugação de quatro fatores:

- i) normalização das relações do país com a comunidade financeira internacional, por meio da regularização da renegociação da dívida externa com os bancos credores e da conclusão, em abril de 1994, da regularização dos empréstimos atrasados nos moldes do Plano Brady;
- ii) advento do Plano Real a partir de julho de 1994, que resultou, inicialmente, em uma maior estabilidade macroeconômica ao país;
- iii) queda da taxa de juros internacional nos países desenvolvidos, levando-os a procurar oportunidades mais atraentes em países em desenvolvimento;
- iv) maior abertura no que diz respeito à movimentação de capital, com a liberalização na estrutura normativa que rege a entrada e a saída de capitais estrangeiros no Brasil (32, p. 10).

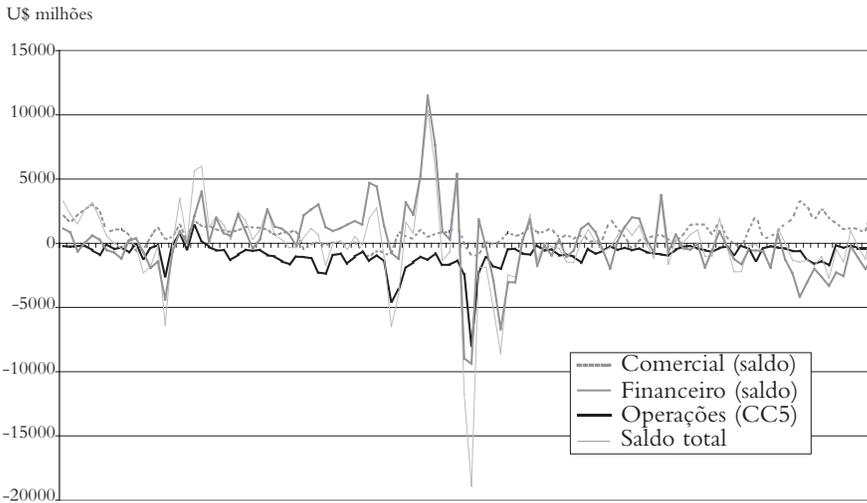
Os fluxos líquidos de capitais que representavam apenas 163 milhões de dólares em 1991 cresceram celeremente desde então, vindo a atingir seu ápice em 1998, quando alcançaram o valor de 29,4 bilhões de dólares, e caindo abruptamente em 2002 para a cifra de apenas 8,8 bilhões.¹⁸ A partir do segundo semestre de 1997, o fluxo de

para adoção de planos de estabilização com algum tipo de ancoragem cambial, mas também gerou problemas relacionados à gestão macroeconômica desses países, entre os quais a tendência à valorização da taxa de câmbio, redução nos superávits comerciais, aumento no déficit em conta corrente, e o risco de contração abrupta na oferta de recursos externos determinado pelas percepções de risco e pelas políticas dos países receptores. Não é objetivo deste capítulo analisar os efeitos macroeconômicos dos fluxos de capitais na América Latina e Brasil. Ver, a respeito, os artigos de Devlin e outros (9) e de Freitas e Prates (16).

¹⁸ A Tabela 3.2 detalha os fluxos de capitais no Brasil no período recente.

capitais para o Brasil se torna bem mais instável, apresentando inclusive valores líquidos reduzidos ou mesmo negativos em determinados trimestres. O período recente, como já apontado, caracterizou-se pelos impactos das mudanças nas condições e humores dos investidores no mercado financeiro internacional sobre o fluxo de capitais para o Brasil, em função da vulnerabilidade externa do país em contexto de uma conta capital aberta.

O Gráfico 3.2 apresenta o movimento de câmbio contratado nos segmentos comercial, financeiro e operações com instituições no exterior (CC5) no período de 1994 a 2003. O segmento câmbio flutuante, que inclui compra de divisas para turismo, foi desconsiderado no gráfico porque seus valores são bem inferiores aos dos outros segmentos. O primeiro fato que chama a atenção no comportamento do mercado cambial no Brasil no período recente é a elevada volatilidade nos fluxos cambiais, tanto durante o período em que se adotou um regime de câmbio semifixo quanto após a adoção de um regime de câmbio flutuantes (a partir de janeiro de 1999). Em particular, observa-se uma acentuada queda nos fluxos de capitais nos momentos de crises externas, como em maio de 1995, final de 1997, final de 1998/início de 1999 e, mais recentemente, durante o ano de 2002, seguidos, com frequência, de uma rápida retomada nesses fluxos. Acrescente-se que o movimento cambial tem sido determinado fundamentalmente pelos fluxos de câmbio financeiro, evidenciando que o comportamento do mercado cambial é pouco influenciado pelo câmbio comercial, apesar deste ganhar importância a partir de 2002 por conta da geração de superávites comerciais no período. Os fluxos financeiros são normalmente mais intensos, rápidos e bem mais sensíveis às mudanças de expectativas do que os fluxos comerciais.

GRÁFICO 3.2**MOVIMENTO DE CÂMBIO CONTRATADO JAN/04 A ABRIL/2003**

FONTE: Banco Central do Brasil.

O Gráfico 3.3 e a Tabela 3.2 mostram o comportamento dos principais componentes da conta financeira do balanço de pagamentos no Brasil, para o período entre 1995 e 2003, seguindo a nova metodologia do balanço de pagamentos, adotada a partir de janeiro de 2001, cujos critérios de classificação seguem a metodologia do Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional.¹⁹ Os dados foram agregados trimestralmente, o que permite uma análise mais detalhada do fluxo de capitais no período recente. Uma das diferenças da nova metodologia é a supressão da rubrica “capital de curto prazo”, que fica agora agregada na rubrica “outros investi-

¹⁹ As explicações sobre os critérios de classificação das transações e na nomenclatura das contas do balanço de pagamentos podem ser vistas nas notas técnicas do Banco Central do Brasil (2).

mentos”. O comportamento desses fluxos permite-nos extrair os seguintes fatos relevantes para a discussão efetuada neste capítulo:

- A) Em termos gerais, observa-se uma forte oscilação no movimento de capitais, alternando períodos de crises externas com melhoria nas condições do mercado financeiro internacional para os países emergentes e na confiança dos investidores (residentes e não residentes). O fluxo é negativo em vários momentos a partir do final de 1997.
- B) O movimento do fluxo total da conta financeira é fortemente determinado pelo comportamento de “outros investimentos” (empréstimos e financiamento em geral) e, secundariamente, dos investimentos em carteira. Os primeiros, que incluem empréstimos de curto e longo prazo e moedas e depósitos (inclusive CC5²⁰), têm queda acentuada em momentos de crises, em parte em função das dificuldades de rolagem ou renovação de dívidas em moeda estrangeira das empresas nesses momentos, em parte devido à saída de capitais especulativos. Os últimos (investimentos em carteira) tiveram um movimento bastante oscilatório, tendendo, em particular, a acentuar as saídas de capitais nos momentos de pressões especulativas.
- C) O investimento direto líquido (estrangeiros e brasileiros) não tem seu movimento determinado pelas mudanças de curto prazo no mercado financeiro internacional, mas sim por determinantes gerais de longo prazo – relacionado, entre outros, às perspectivas de crescimento do mercado nacional

²⁰ CC5 abrange operações realizadas a partir de contas em moeda nacional cujo titular é um não residente. A conta deve ser aberta e movimentada por um banco credenciado a operar no mercado de câmbio a taxas flutuantes. Para movimentações superiores a 10 mil reais é obrigatória a identificação da proveniência e destinação de recursos, bem como das partes.

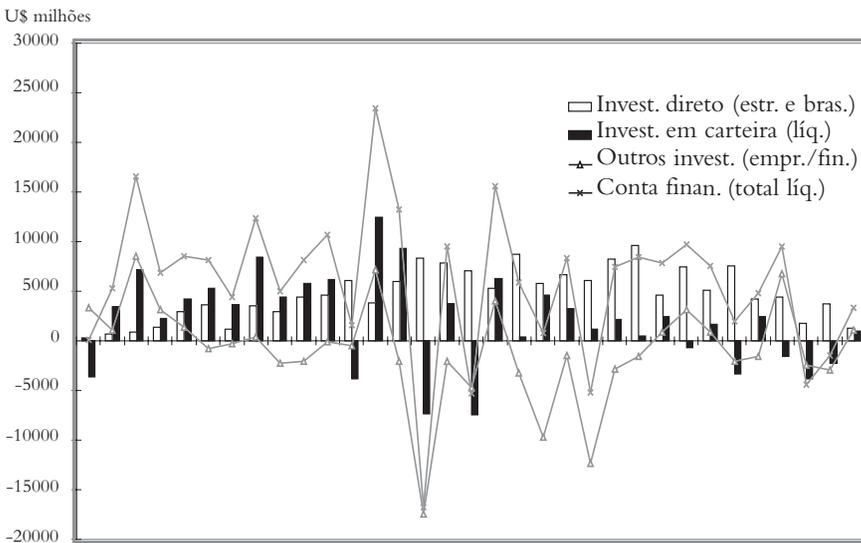
e/ou regional – e por fatores estruturais (por exemplo, programas de privatização). Como visto, o IDE, que se manteve elevado até início de 2002, atenuou a diminuição nos fluxos de capitais no período posterior a 1997.

- D) Comparando os investimentos estrangeiros com investimentos brasileiros – que ambos englobam investimento direto, investimento em carteira e outros investimentos (empréstimos, financiamentos e moedas e depósitos) – observa-se que o movimento (e montante) dos investimentos totais é determinado principalmente pelo comportamento dos investimentos estrangeiros, cuja magnitude é bem superior a dos investimentos brasileiros. Verifica-se, contudo, que, em termos gerais, o comportamento dos investimentos brasileiros tende a exacerbar as quedas nos fluxos de investimentos, sobretudo em momentos de maiores pressões especulativas sobre o câmbio. Isso parece evidenciar que em momentos de maior especulação cambial, como ocorrido ao final de 1998 e início de 1999, a especulação teve uma importante participação de residentes, por exemplo, por meio de variações nos depósitos externos dos bancos comerciais e depósitos relativos ao excesso de posição comprada dos bancos residentes depositadas no Banco Central. Esse movimento permite levantar a hipótese de que nos momentos críticos de saída de capitais, quando normalmente se observa um comportamento de manada dos investidores, os investidores estrangeiros tendem a seguir o comportamento dos residentes, o que resulta em uma aceleração na saída de capitais do país.
- E) Por fim, como mostra a Tabela 3.2, o comportamento dos investimentos brasileiros é determinado fundamentalmente pela rubrica “outros investimentos”, e não pelo investimento direto, o que é coerente com a análise acima. No caso dos

investimentos estrangeiros, seu montante é determinado tanto pelo IDE, que como visto é mais estável do que outros tipos de capitais, quanto por “outros investimentos”, que oscilam bem mais e, por isso, acabam determinando o movimento dos investimentos estrangeiros totais. Note-se que na rubrica “outros investimentos” está incluída a conta CC5, que embora seja de não residentes, uma boa parte é, na realidade, de titularidade de residentes, que utilizam os depósitos nesta conta em nome de terceiros, usando-a na prática como um importante canal de saída de capitais em momentos de maior especulação cambial.

GRÁFICO 3.3

CONTA FINANCEIRA – PRINCIPAIS COMPONENTES



FONTE: Banco Central do Brasil.

Em conclusão, o movimento dos fluxos de capitais no Brasil no período recente mostra a forte volatilidade desses fluxos, com impactos instabilizadores sobre o comportamento e a determinação da taxa de câmbio nominal, e a dominância dos empréstimos, financiamentos e investimentos em carteira nesses fluxos. Em particular, os capitais de curto prazo e os capitais de portfólio são bastante sensíveis a mudanças nas condições de risco e liquidez do mercado financeiro internacional e foram responsáveis por fortes saídas de capitais em momentos críticos de especulação cambial. Por fim, a participação de residentes nos movimentos especulativos nesses momentos de maior instabilidade também deve ser destacada.

TABELA 3.2

CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS, POR ORIGEM DO CAPITAL (US\$ MILHÕES)

Trimestre	Investimentos Brasileiros			
	Invest. brasil. direto	Invest. brasil. em carteira	Outros invest. brasileiros	Invest. brasileiros (total)
1T1995	198	-293	-253	-744
2T1995	-295	-209	-1856	-2360
3T1995	-571	-101	2959	2287
4T1995	-31	-553	-2668	-3252
1T1996	1353	-208	-1985	-840
2T1996	-107	-63	-4518	-4688
3T1996	-333	-95	-756	-1184
4T1996	-443	-37	-3057	-3537
1T1997	-122	-61	-1499	-1682
2T1997	-394	477	-481	-398
3T1997	-272	34	339	101
4T1997	-328	1257	-345	584
1T1998	-178	3	-1540	-1715
2T1998	-292	-74	-780	-1146
3T1998	-1654	-1061	-7792	-10507

TABELA 3.2 (continuação)

Investimentos Brasileiros				
Trimestre	Invest. brasil. direto	Invest. brasil. em carteira	Outros invest. brasileiros	Invest. brasileiros (total)
4T1998	-729	674	-1281	-1336
1T1999	-596	-454	-247	-1297
2T1999	-381	857	-236	240
3T1999	-226	128	-768	-866
4T1999	-488	-272	-3145	-3905
1T2000	-322	-141	414	-49
2T2000	-406	-117	-974	-1497
3T2000	-990	-1580	116	-2454
4T2000	-564	142	-2546	-2968
1T2001	-120	-398	72	-446
2T2001	2303	78	-2189	192
3T2001	-313	-480	-3564	-4357
4T2001	388	5	-905	-512
1T2002	-526	-213	289	-450
2T2002	-507	-119	-1250	-1876
3T2002	-1264	-55	-1280	-2599
4T2002	-185	65	-970	-1090
1T2003	-696	-81	319	-458

Investimentos Estrangeiros					
Trimestre	Invest. estrang. direto	Invest. estrang. em carteira	Outros invest. estrangeiros	Invest estrang. (total)	Conta financeira
1T1995	538	-3343	3613	808	66
2T1995	1012	3660	2975	7647	5319
3T1995	1458	7212	5590	14260	16529
4T1995	1397	2844	5842	10083	6832
1T1996	1625	4466	3340	9431	8574
2T1996	3731	5344	3749	12824	8125

TABELA 3.2 (continuação)

Investimentos Estrangeiros					
Trimestre	Invest. estrangeiro direto	Invest. estrangeiro em carteira	Outros invest. estrangeiros	Invest estrangeiro (total)	Conta financeira*
3T1996	1472	3741	444	5657	4460
4T1996	3964	8471	3456	15891	12356
1T1997	3019	4451	-729	6741	5031
2T1997	4769	5351	-1536	8584	8138
3T1997	4837	6160	-417	10580	10648
4T1997	6368	-5054	-164	1150	1591
1T1998	3959	12480	8733	25172	23413
2T1998	6295	9407	-1247	14455	13243
3T1998	9990	-6321	-9621	-5952	-16798
4T1998	8612	3016	-758	10870	9524
1T1999	7622	-7020	-4482	-3880	-5278
2T1999	5668	5420	4274	15362	15578
3T1999	8980	231	-2472	6739	5931
4T1999	6308	4912	-6543	4677	751
1T2000	6965	3350	-1919	8396	8308
2T2000	6440	1252	-11375	-3683	-5174
3T2000	9226	3719	-2917	10028	7466
4T2000	10148	330	998	11476	8452
1T2001	4738	2882	775	8395	7839
2T2001	5163	-794	5375	9744	9746
3T2001	5381	2158	4402	11941	7543
4T2001	7176	-3374	-1200	2602	1960
1T2002	4695	2660	-1860	5495	4770
2T2002	4922	-1424	7973	11471	9502
3T2002	3048	-3723	-1196	-1871	-4418
4T2002	3901	-2310	-1938	-347	-1478
1T2003	1977	1080	746	3803	3326

FONTE: Elaboração dos autores com base em dados primários do Banco Central do Brasil

* Total da conta financeira inclui, além da soma de investimentos brasileiros e investimentos estrangeiros, derivativos.

3.3. Controle de Capitais no Brasil (1994-1999)

Desde o início do Plano Real, o comportamento das reservas internacionais no Brasil esteve relacionado, em parte, à política cambial implementada pela autoridade monetária. O Banco Central atuava no mercado controlando o desequilíbrio entre oferta e demanda de divisas. Apesar dos altos custos associados à manutenção de grandes níveis de reservas internacionais, essa política foi utilizada como um instrumento para atenuar movimentos especulativos contra a moeda nacional, além de construir uma garantia para a liquidação dos compromissos da dívida externa com os credores internacionais, minimizando os riscos de *default*. Nesse contexto, as autoridades monetárias perceberam a necessidade de intervir de forma preventiva nos fluxos de capitais que ingressavam na economia brasileira, com o objetivo de reduzir a entrada de capitais de curto prazo e alterar a composição dos fluxos de aplicações em renda fixa por investimentos diretos e em ações.²¹

No primeiro semestre de 1994, o Banco Central adotou uma política de acúmulo de reservas, com vistas a obter melhores condições para introduzir a nova moeda – o real – em 1/7/1994. Durante todo o ano, houve um aumento da entrada de capitais externos no país, gerando uma elevada oferta de divisas, a qual não era totalmente absorvida pelo mercado, em função da demanda por divisas estar reprimida. Após a introdução do real – acompanhado de uma âncora monetária e um sistema cambial de bandas assimétricas (que estabelecia preço máximo para a taxa de câmbio, mas deixava o mercado livre para apreciar o câmbio) – a manutenção de uma política de juros reais elevados no contexto de uma conta capital aberta resultou

²¹ Uma descrição sucinta sobre controle de capitais adotado no Brasil no período de 1994 a 1999 encontra-se na tese de Castellar (7), cujas informações e dados são utilizados na análise que se segue. Para uma análise, ver *Capital controls* (1, cap. 5).

em uma forte entrada de capitais de curto prazo, e, conseqüentemente, em uma forte apreciação do real, que, por sua vez, contribuiu para a rápida deterioração na conta corrente. O influxo de capitais passou a ser necessário para financiar os déficits crescentes das transações correntes.²²

Nesse contexto, foram adotadas medidas relacionadas às operações de empréstimos externos e investimentos em portfólio. O Banco Central aumentou a alíquota do Imposto sobre Operação Financeira (IOF), por intermédio da Portaria nº 534 de 10/10/1994, no tocante à entrada de recursos externos:

- De 3% para 7%, no caso de aporte sob a forma de empréstimos;
- De 5% para 9%, no caso de aplicações direcionadas aos Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro (FRFCE);
- De zero para 1%, quando se tratasse de investimento em títulos e aplicações em valores mobiliários.

Ao final do ano de 1994, com a eclosão da crise cambial mexicana, houve uma reversão do fluxo de capitais, ocasionando uma fuga dos investidores estrangeiros para o mercado norte-americano, expressa na saída de capitais de portfólio. Essa forte saída de capitais do mercado brasileiro ocorreu devido às expectativas pessimistas dos investidores em relação aos países emergentes, no contexto do contágio da crise mexicana. Em março de 1995, a política cambial sofreu uma considerável mudança, quando a autoridade monetária brasileira adotou um regime de *crawling peg* com reajuste de câmbio nominal prefixado, por meio do qual procurou-se executar um processo gradual e controlado de desvalorizações reais no câmbio. A fim de

²² Para uma análise sobre a política econômica e o comportamento da economia durante o Plano Real, ver o artigo de Ferrari Filho e Paula (13).

neutralizar e evitar novos movimentos especulativos contra a moeda nacional, o banco central buscou incentivar o ingresso de capitais com a redução das alíquotas do IOF sobre o influxo de recursos estrangeiros em conjunto com reduções do prazo mínimo para captação, renovação ou prorrogação de empréstimos em moeda estrangeira.

A nova política cambial – combinada com forte elevação na taxa de juros por parte do Banco Central – conseguiu normalizar os mercados financeiros e retomar o fluxo de capitais externos. No segundo semestre de 1995, houve um aumento da oferta de divisas, que começava a ameaçar a condução da política econômica, devido à expansão monetária associada a essa entrada de capitais. Em função disso, o Banco Central aumentou a alíquota do IOF sobre várias operações financeiras.

No ano de 1996 houve um significativo ingresso de recursos externos, o que se transformou num empecilho para a condução das políticas cambial e monetária. Visando disciplinar o influxo e melhorar a qualidade do capital que ingressava no país, o Banco Central estabeleceu alíquotas do IOF inversamente proporcionais ao prazo das operações sobre os empréstimos em moeda estrangeira, estimulando os investimentos diretos e de carteira de maior prazo de permanência, visando aumentar a participação desses na composição dos fluxos de capitais.²³

No segundo semestre de 1996, a crescente deterioração da balança comercial gerou rumores de que haveria a necessidade de ajustes cambiais para minimizar o desequilíbrio comercial, que culminaram em uma desvalorização média de 0,56% ao mês. Paralelamente, o governo procurou incentivar o crescimento das exportações para melhorar o desempenho da balança comercial, com políticas de isen-

²³ Segundo Pastore e Pinotti, controles sobre fluxo de capitais, no contexto de um câmbio semifixo, “tinham a função de preservar uma parte da eficácia da política monetária para o objetivo de atuar sobre a demanda agregada, e não de evitar ataques especulativos” (24, p. 23).

ção do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) e medidas que melhoravam as condições de financiamento. Essas medidas, contudo, tiveram efeitos limitados, considerando o aumento das importações e outros itens da conta serviços, o que resultou num crescimento do déficit em conta corrente de 3% do PIB no primeiro trimestre de 1997 para 4% no primeiro trimestre de 1998 (Tabela 3.1).

A condução da política cambial em 1997 não sofreu muitas alterações: apenas em uma ocasião os limites de flutuação da banda cambial foram modificados. Nesse contexto, o Banco Central adotou diversas medidas para garantir a atratividade do mercado doméstico ao capital estrangeiro, com o objetivo de aumentar a captação de recursos externos. Dentre outras, a principal medida foi reduzir as alíquotas do IOF de diversos tipos de operações. A partir do segundo semestre de 1997, a deflagração da crise asiática levou a equipe econômica a tomar medidas para atenuar os impactos sobre a economia brasileira. Entre tais medidas, o Banco Central elevou significativamente a taxa de juros e anunciou um pacote de medidas de austeridade fiscal. Essas medidas acabaram conseguindo manter a flutuação cambial dentro da tendência almejada, revertendo as expectativas dos agentes econômicos com relação às mudanças na política cambial e movimentos de perda de reservas. Em abril de 1998, pouco depois da crise asiática, a economia brasileira retornou ao nível de reservas pré-crise asiática, chegando a alcançar 70 bilhões de dólares em julho de 1998.

Em agosto de 1998, a economia brasileira viveu novamente momentos de instabilidade, agora provenientes do contágio da crise russa. Em razão dos impactos sobre a economia brasileira, o governo procurou incentivar o ingresso de capitais e aumentou a taxa de juros doméstica, reduziu o prazo médio mínimo de amortização dos empréstimos externos e a incidência de IOF sobre os ingressos de moeda estrangeira. Tais medidas visavam o restabelecimento de um volume de reservas que proporcionasse uma maior confiança dos agen-

tes econômicos, mas acabou não logrando êxito, dada a percepção dos operadores de mercado de que o país tinha sérios desequilíbrios macroeconômicos, além do fato de que o governo não havia executado as medidas fiscais que havia prometido ao final de 1997.

A conjugação desses fatores internos com a conjuntura externa desfavorável, a despeito do programa de assistência financeira coordenado pelo FMI, levou os agentes econômicos a apostar que a política cambial do governo não seria capaz de reverter a trajetória de rápida queda nas reservas internacionais a partir de setembro de 1998. Nesse contexto, em janeiro de 1999 a equipe econômica foi obrigada a mudar a política cambial, introduzindo o novo regime de flutuação cambial.

A partir da mudança do regime cambial, o Banco Central adotou medidas para adequar o funcionamento do mercado à nova característica da política cambial, evitando flutuações cambiais bruscas num curto espaço de tempo, segurando com isso uma desvalorização maior do real. Entretanto, essas políticas foram tímidas e tiveram impactos limitados, tendo em vista que os investidores mantiveram-se retraídos, à espera do desenrolar dos acontecimentos. Como observado nos meses seguintes, a escassez relativa de dólares continuou pressionando a taxa de câmbio, atingindo em março o pico de 2,17 reais por dólar. Nesse contexto, adotaram-se medidas voltadas para incentivar o retorno e a permanência de capitais, inclusive os de curto prazo, principalmente via isenção do Imposto de Renda sobre Fundos de Renda Fixa para investidores estrangeiros, e redução da alíquota do IOF de 2% para 0,5% para aplicações em Fundos de Renda Fixa. As diversas medidas implementadas pelo governo após a crise cambial brasileira conseguiram, aos poucos, restabelecer a confiança dos investidores, reforçando a tendência de entrada de dólares no país.

Com base nesse histórico podemos concluir que os controles de capitais adotado no Brasil entre 1994 e 1999 foram essencialmente *endógenos*, aplicados sobre a *entrada de recursos estrangeiros* e

feitos fundamentalmente por intermédio da cobrança de IOF sobre os ganhos das aplicações financeiras no país. Portanto, eram principalmente controles com base em preços, sob a forma de uma taxaçoão direta sobre a entrada de capitais externos, que foram continuamente revistos.

Nesse contexto, os movimentos de saída de capitais do país induziam o Banco Central a *reduzir* o controle de capitais com o objetivo *de estimular a entrada de recursos por meio de um aumento da rentabilidade pós-impostos das aplicações financeiras dos residentes no exterior*. Em outras palavras, o governo reagia à entrada de capital aumentando o controle nos períodos de *boom* e liberalizando nos períodos de crise. Por outro lado, os movimentos de entrada de capitais levavam o Banco Central a aumentar o nível de controle de capitais para desestimular a entrada de recursos no país. Dessa forma, *os fluxos externos de recursos acabavam por determinar o nível de controle de capitais, em vez de serem determinados pelo nível dos referidos controles*.

Adicionam-se a essas observações dois achados de estudos recentes sobre controle de capitais no Brasil:

- i) segundo estudo econométrico feito por Soihet (32), no curto prazo a variável que atraiu o fluxo de capitais no período 1991/2000 foi a paridade de juros coberta, enquanto que as variáveis que diminuíram o fluxo, devido ao contágio, foram as crises da Ásia e da Rússia; a legislação sobre fluxo de capitais, entretanto, não teve efeito significativo sobre o comportamento dos fluxos, o que revela sua pouca efetividade;
- ii) de acordo com a avaliação de Ariyoshi e outros (1, cap. 5), nem os controles sobre a entrada nem a liberalização da saída de capitais alcançaram seus objetivos de reduzir o volume de entrada líquida de capitais no Brasil no período de 1993 a 1997, uma vez que fluxos intensos de capital continuaram a entrar no país. O estudo conclui ainda que a ex-

periência brasileira, sugere que o uso de controle sobre entrada de capitais pode não prover uma proteção última contra reversões nos fluxos de capital, se eles não forem acompanhados pelos necessários ajustamentos nas políticas macroeconômicas e fortalecimento do sistema financeiro.

4. UMA PROPOSTA DE CONTROLE DE CAPITAIS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA: À GUIA DE CONCLUSÃO

Tendo em vista os argumentos teóricos desenvolvidos na seção 1 do presente capítulo, a experiência bem-sucedida de controle de capitais no Chile e na Malásia e o comportamento dos fluxos de capitais na economia brasileira no período de 1994 a 2002, apresentaremos uma proposta de introdução de controle de capitais no Brasil.

Os objetivos fundamentais da proposta de política de controle de capitais para o Brasil são:

- i) permitir maior autonomia da política monetária ao se desvincular a taxa de juros doméstica do valor estabelecido pela “paridade descoberta da taxa de juros”;
- ii) garantir o equilíbrio do saldo em transações correntes do balanço de pagamentos ao impedir que a entrada de grandes fluxos de capital no país gere uma forte apreciação da taxa real de câmbio;
- iii) diminuir a volatilidade no mercado cambial, visando melhorar as condições de administração da política monetária e cambial.

O alto grau de abertura da conta de capitais no Brasil é um dos fatores que colocam a *taxa nominal e real de juros do Brasil entre as mais altas do mundo*. Sendo válida a “paridade descoberta da taxa de juros”,

segue-se que a taxa de juros nominal doméstica deve ser igual a soma da taxa de juros internacional com o risco-país e a expectativa de desvalorização da taxa de câmbio.

No caso brasileiro, a taxa de juros internacional de referência é a taxa de juros dos bônus de três anos do governo americano.²⁴ Essa taxa era de 2,06% a.a. (ao ano) em abril de 2003 (cf. dados do Ipeadata). No final do primeiro semestre de 2003, o risco-país estava situado em cerca de 800 (oitocentos) pontos-base, o que significa um “prêmio de risco” de cerca de 8% a.a. Por fim, supondo válida a hipótese da paridade do poder de compra, então a expectativa de desvalorização do câmbio nominal é igual à diferença entre a inflação doméstica e a inflação internacional. A expectativa de inflação no Brasil para 2003, tomando como base a meta de inflação desse ano, é de 8,5%. A inflação nos Estados Unidos, por sua vez, deve ser inferior a 2% em 2003, de tal forma que o diferencial entre as taxas de inflação deve se situar em 6,5%. Daqui se segue que o valor da taxa nominal de juros que iguala a rentabilidade esperada ajustada pelo risco dos títulos americanos e dos títulos brasileiros é igual a 16,5% a.a. no caso da economia brasileira. Esse valor gera uma taxa real de juros igual a 8% a.a.

A proposta de crescimento sustentado para a economia brasileira apresentada no Capítulo 4 prevê uma taxa real de juros de 6% a.a. Isso significa que existe uma incompatibilidade entre o valor da taxa real de juros que garantiria o equilíbrio interno da economia brasileira – ou seja, um crescimento igual ao potencial de 4,5% a.a. – e o valor da taxa real de juros para o qual se garante o equilíbrio na conta de capitais do balanço de pagamentos. Especificamente, *a taxa real*

²⁴ Isso porque o prazo médio de vencimento dos títulos emitidos pelo governo e pelas empresas brasileiras no exterior está em torno de três anos. Dessa forma, o rendimento na maturidade dos títulos americanos seria a taxa de referência para o cálculo do rendimento na maturidade dos títulos brasileiros.

de juros que garante o equilíbrio interno é duzentos pontos-base menor do que a taxa de juros que garante o equilíbrio externo.

Nesse contexto, a fixação da taxa nominal de juros num patamar compatível com o equilíbrio interno da economia brasileira iria gerar, na ausência de controle de capitais, um movimento de fuga de capitais em direção a outros mercados financeiros. Tal movimento geraria, num regime de câmbio flutuante, uma forte depreciação do câmbio nominal que, por sua vez, seria transmitida para os preços domésticos, gerando um forte aumento da taxa de inflação. Num regime de *crawling peg*, tal como o que está sendo proposto no Capítulo 5, haveria uma significativa redução das reservas internacionais do país e, por conseguinte, uma grande redução da base monetária. Na ausência de operações de esterilização, essa contração monetária teria fortes efeitos recessivos sobre a economia, impedindo a retomada do crescimento.

Do exposto, segue-se que a compatibilização entre equilíbrio interno e externo da economia brasileira requer a imposição de restrições à abertura da conta de capitais do balanço de pagamentos da economia brasileira. Em outras palavras, faz-se necessária a introdução de *controles de saída* para impedir que a redução da taxa doméstica de juros – necessária para a retomada do crescimento – seja seguida por uma fuga de capitais do país. Uma proposta concreta nesse sentido é introduzir um período mínimo de permanência dos capitais no Brasil, *período esse válido para todo o estoque de capital externo existente na economia brasileira*. Esse período seria igual a um ano.

TABELA 3.3

UMA PROPOSTA DE ALÍQUOTA DO IOF SOBRE GANHOS FINANCEIROS DE INVESTIDORES ESTRANGEIROS

Alíquota do IOF (%)	Período de Permanência
20	1- 2 anos
15	2-3 anos
10	3-4 anos
5	4-5 anos
0	Mais do que 5 anos

Além do período mínimo de permanência, propomos que a alíquota do IOF cobrado sobre os ganhos financeiros (de qualquer natureza) obtidos pelos investidores estrangeiros nos mercados brasileiros seja inversamente proporcional ao período de permanência dos capitais no país. Essa medida teria como objetivo incentivar o alongamento das aplicações estrangeiras no Brasil. Um exemplo concreto é apresentado na Tabela 3.3, onde se observa que o *desconto marginal do IOF* é crescente no tempo, ou seja, cada ano a mais de permanência no país gera uma redução mais do que proporcional na alíquota do imposto, até um período máximo de cinco anos, ao término do qual a alíquota é fixada em zero. Trata-se de um mecanismo cujo objetivo é contrabalançar a “impaciência intertemporal” dos agentes, estimulando-os a alongar o perfil de suas aplicações.

A proposta de controle de capitais não se limita a introdução de controles de saída: ela prevê também controles de entrada. Com efeito, a retomada do crescimento sustentado da economia brasileira a taxas de 5% a.a. e a redução da dívida como proporção do PIB para um patamar inferior a 50% devem ter como contrapartida uma substan-

cial redução no risco-país. Nesse novo cenário é possível que o risco-país chegue à casa dos 300 (trezentos) pontos-base. Dessa forma, mantidos os valores citados anteriormente para a taxa de juros internacional e a expectativa de desvalorização cambial, o valor da taxa nominal de juros doméstica compatível com o equilíbrio externo seria de 11,5% a.a. Contudo, o equilíbrio interno da economia brasileira, para o caso de uma taxa anual de inflação da ordem de 8,5%, seria obtido com uma taxa nominal de juros de 14,5% a.a. Ou seja, a taxa de juros interna seria maior do que a externa em cerca de 300 (trezentos) pontos-base.

Nesse contexto, poderia haver um grande fluxo de entrada de capitais no país, o que comprometeria a autonomia da política monetária e a estabilidade da taxa real de câmbio. Com efeito, se os investidores internacionais mantiverem seus capitais no país por um prazo maior do que cinco anos, a alíquota do IOF cobrada na saída será igual a zero, e eles poderão se apropriar de um diferencial de retorno superior a 15% em termos nominais ao final desse período. O mesmo incentivo seria válido para as empresas brasileiras que desejassem captar recursos no exterior. Nesse cenário ainda existe um forte incentivo a entrada de capitais no país.

Sendo assim, propomos a introdução de controles à entrada de capitais no Brasil, os quais poderiam assumir a forma de um *requisito de depósito compulsório* sobre todos os fluxos de entrada de capitais no país, com exceção do *investimento externo direto*. Esse depósito poderia ser fixado entre 20% a 30% do valor ingresso no país, ficando o mesmo indisponível ao investidor por um prazo de um ano, sem qualquer tipo de remuneração.

Por fim, como medidas complementares, propomos ainda:

- 1) para desestimular as empresas brasileiras a captar recursos no exterior e/ou melhorar a qualidade desses recursos, apenas as empresas brasileiras com uma boa avaliação de risco por parte das agências internacionais de *rating* poderiam fazer

emissões de títulos no exterior, respeitando uma maturidade mínima a ser estabelecida pelo Banco Central, que também definiria o *rating* mínimo para a captação de recursos no exterior, de acordo com a circunstância;²⁵

- II) limitar a exposição dos bancos ao risco cambial, obrigando-os a estabelecer uma determinada relação capital próprio/posições de carteira em dólar (ativo dos bancos), sendo essa relação “calibrada” pelo Banco Central em função do próprio comportamento dos fluxos de capitais externos para o país, sendo aumentada, particularmente em momentos críticos de especulação;
- III) estabelecer limites e regras para movimentação de recursos da conta CC5, que, como visto, tem sido utilizada por não residentes e, principalmente, por residentes em momentos de especulação mais intensa contra o real.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. ARIYOSHI, A. *et al.* *Capital controls: country experiences with their use and liberalization*. Washington, FMI, 2000.
2. BRASIL. Banco Central. “Notas metodológicas do balanço de pagamentos”. In: *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*. Brasília, Banco Central do Brasil, n. 1, jun./ 2001.
3. BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. “Crescimento econômico com poupança externa”. In: *Revista de Economia Política*, v. 23, n.2, pp. 3-27.

²⁵ Como o *rating* é definido pelas agências internacionais e não pelo Banco Central, trata-se de um critério impessoal de *exclusão* de acesso ao mercado internacional de capitais. Assim, ele não estimula a corrupção. O caráter discricionário do critério tem por objetivo proporcionar ao Banco Central mais flexibilidade para conter grandes fluxos de entrada de capitais, sem comprometer o equilíbrio interno da economia.

4. CALVO, G. "Rational contagion and the globalization of securities markets". In: *NBER Working Paper*, n. 6606, jun./1999.
5. CALVO, G. "Crises de balanços de pagamentos em mercados emergentes". In: KRUGMAN, P. (org.). *Crises monetárias*. São Paulo, Makron Books, 2001.
6. CARDIM DE CARVALHO, F. C. & SICSÚ, J. *Controvérsias recentes sobre controle de capitais*. s.e. 2003 (Mimeo.)
7. CASTELLAR, P. V. *A política cambial brasileira: o caráter endógeno dos controles de capitais de curto prazo no Brasil (1994-1999)*. Rio de Janeiro, 2001. Dissertação (Mestrado). Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
8. DAVIDSON, P. *International money & the real world*. 2.ed. Londres, Macmillan, 1982.
9. DEVLIN, R.; FRENCH-DAVIS, R. & GRIFFITH-JONES, S. "Fluxos de capital e desenvolvimento". In: FRENCH-DAVIS, R. & GRIFFITH-JONES, S. (orgs.). *Os fluxos financeiros na América Latina*. São Paulo, Paz e Terra, 1997.
10. DIAMOND, D. & DYBIG, P. "Bank runs, liquidity and deposit insurance". In: *Journal of Political Economy*, n. 91, 1983, pp. 410-19.
11. EATON, J. "Sovereign debt: a primer". In: *The World Bank Economic Review*, vol. 7, n. 2, 1993.
12. EDWARDS, S. *How effective are controls on capital flows? An evaluation of Chile's experience*. s.e., 1999. (Mimeo.)
13. FERRARI-FILHO, F. & PAULA, L. F. "The legacy of the Real Plan and an alternative agenda to the Brazilian economy". In: *INVESTIGACIÓN ECONÓMICA*, v. LXII, n. 244, abr./jun./2003, pp. 57-92.
14. FISCHER, S. "Capital account liberalization and the role of the IMF". In: *Essays in International Finance*, n. 207, Princeton, 1998, pp. 1-10.
15. FRENCH-DAVIS, R. "Stabilizing capital surges and macroeconomic balances in emerging economies". In: FENDT, R. & LINS, M. A. T. (orgs.). *Uneven architecture: the space of emerging countries in the international financial system*. Rio de Janeiro, Konrad-Adenauer/FGV, 2002.

16. FREITAS, M. C. P. & PRATES, D. M. “La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México”. In: *Revista de la CEPAL* n. 70, abr./2000.
17. GRENVILLE, S. “Exchange rate regimes for emerging markets”. In: *Reserve Bank of Australia Bulletin*, nov./2000, pp. 53-63.
18. KAPLAN, E. & RODRIK, D. *Did the Malaysian capital controls work? s.e.*, 2001. (Mimeo.)
19. MASSAD, C. “The liberalization of the capital account: Chile in the 1990s”. In: *Essays in International Finance*, n. 207, Princeton, 1998, pp. 34-46.
20. NEELY, C. J. “An introduction to capital controls”. In: *Federal Reserve Bank of St. Louis*, nov./dez./1999, pp. 13-30.
21. OREIRO, J. L. “Incerteza, comportamento convencional e surpresa potencial”. In: *Econômica*, vol. II, n. 4, 2000, pp. 111-38.
22. OREIRO, J. L. “Acumulação de capital, mercado financeiro e regulação governamental”. In: *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, n. 12, jun./2003, pp. 107-32.
23. OREIRO, J. L. & RANGEL, F. D. “Crises cambiais, profecias auto-realizáveis e o Imposto Tobin”. In: *Revista de Economia*, ano 26, n. 24, 2000, pp. 7-25.
24. PASTORE, A. C. & PINOTTI, M. C. “Globalização, fluxos de capitais e regimes cambiais: reflexões sobre o Brasil”. In: *Estudos Econômicos*, v. 30, n. 1, jan./mar./2000, pp. 5-26.
25. PAULA, L. F. “Controle de capitais: lições para o Brasil”. In: BENECKE, D. W. & NASCIMENTO, R. (orgs.). *Opções de política econômica para o Brasil*. Rio de Janeiro, Fundação Konrad Adenauer, 2003.
26. PAULA, L. F. & ALVES JR., A. J. “Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real”. In: *Revista de Economia Política*, v. 19, n. 1, jan./mar./1999, pp. 72-93.
27. RADELET, S. & SACHS, J. “O despontar da crise financeira do Leste Asiático”. In: KRUGMAN, P. (org.). *Crises monetárias*. São Paulo, Makron Books, 2001.

28. RIGOBON, R. Comentário ao artigo “Crises de balanços de pagamentos em mercados emergentes”. In: KRUGMAN, P. (org.). *Crises monetárias*. São Paulo, Makron Books, 2001.
29. RODRIK, D. “Who needs capital-account convertibility?”. In: *Essays in International Finance*, n. 207, Princeton, 1998, pp. 55-65.
30. RODRIK, D. & VELASCO, A. “Short term capital flows”. In: *NBER Working Paper*, n. 7364, 1998.
31. SIMONSEN, M. H & CYSNE, R. P. *Macroeconomia*. São Paulo, Atlas, 1995.
32. SOIHET, E. *Índice de controle de capitais: uma análise da legislação e dos determinantes de fluxo de capital no Brasil no período 1990-2000*. Rio de Janeiro, 2002. Dissertação (Mestrado). Escola de Pós-graduação em Economia, Fundação Getulio Vargas.
33. STIGLITZ, J. “Bleak growth prospects for the developing world”. In: *International Harold Tribune*, 10/abr./1999, p. 6.
34. STIGLITZ, J. “Capital market liberalization, economic growth and instability”. In: *World Development*, v. 28, n. 6, 2000, pp. 1075-86.
35. TOBIN, J. “A proposal for international monetary reform”. In: *Eastern Economic Journal*, v. 4, 1978.
36. TOBIN, J. “Financial globalization”. In: *World Development*, v. 28, n. 6, 2000, pp. 1101-4.
37. VALDÉS, S. & SOTO, M. “Es el control selectivo de capitales efectivo en Chile? Su efecto sobre el tipo de cambio real”. In: *Cuadernos de Economía*, v. 33, n. 98, 1996, pp. 77-108.