

Controles de Capitais: Teoria e Evidência

Prof. José Luís Oreiro
Instituto de Economia – UFRJ
Pesquisador Nível I do CNPq.

Introdução

- ▶ Nos últimos anos tem ganhado corpo no Brasil a tese de que se deve adotar controles de entrada/saída de capitais externos (de curto-prazo).
 - Entre outros destacam-se : Paula (2003); Paula, Oreiro e Jonas (2003); Carvalho e Sicsú (2004); Oreiro (2004).
- ▶ Recentemente esta idéia ganhou mais força com a adesão do Deputado Delfim Netto ao “time” dos defensores de controles de capitais.
- ▶ Paralelamente a isso, tem também crescido entre os economistas de extirpe mais liberal a tese de que o Brasil deve caminhar para a “plena conversibilidade da conta de capitais”, ou seja, eliminar os últimos entraves de natureza legal/institucional a plena mobilidade de capitais externos.
 - Essa proposta tem sido reiteradamente defendida por Arida, Bacha e Lara Resende tanto na mídia como em artigos publicados na *Revista de Economia Política*.

Introdução

- ▶ Observa-se que a discussão sobre os controles de capitais no Brasil tem sido feita, em geral, com um viés ideológico-econômico.
 - Alguns economistas argumentam que (sic) o Brasil tem controles excessivos a mobilidade de capitais; ao passo que outros afirmam que a adoção de controles excluiria o Brasil dos fluxos de capitais mundiais e, portanto, dos benefícios do processo de globalização financeira.
 - Os controles de capitais tem sido identificados na grande imprensa como uma “bandeira” da heterodoxia; passando-se a falsa impressão que apenas economistas de extirpe heterodoxa defendem esse tipo de proposta.
- ▶ Embora a grande maioria dos economistas heterodoxos defendam a adoção de controles de capitais – embora não haja unanimidade entre eles sobre a forma desses controles – vários economistas de formação insuspeitadamente ortodoxa também avaliam de forma positiva a introdução de controles de capitais.

Introdução

- ▶ Sobre os controles de capitais, o prêmio Nobel de Economia Joseph Stiglitz afirma que:
 - *“Mercados voláteis são uma realidade inescapável. Os países em desenvolvimento precisam lidar com eles. Esses países devem considerar políticas que ajudem a estabilizar a economia. Essas políticas podem incluir medidas de controles de capitais como as que foram adotadas no Chile”* (1999, p.12) [tradução nossa]

Introdução

- ▶ Na apresentação de hoje iremos discutir:
 - A teoria econômica dos controles de capitais
 - As evidências empíricas a respeito dos efeitos dos controles de capitais sobre o crescimento econômico e sobre a taxa real de juros.

A Teoria Econômica dos Controles de Capitais

- ▶ O fundamento teórico da proposta de controles de capitais é que a mobilidade (excessiva) de capitais de curto-prazo entre as fronteiras nacionais gera três tipos de problemas macroeconômicos:
 - Perda de autonomia na condução da política monetária,
 - Aumento da fragilidade externa da economia,
 - Forte apreciação da taxa real de câmbio num contexto de grande entrada de capitais externos.

Autonomia da Política Econômica

- ▶ Numa economia com perfeita mobilidade de capitais, as operações de arbitragem entre os títulos domésticos e externos fazem com que a taxa de juros doméstica seja determinada com base na seguinte equação:

$$i = i^* + \rho + \hat{E}^e$$

Autonomia ...

- ▶ Em palavras: a taxa de juros doméstica deve ser igual a soma entre a taxa de juros internacional, o prêmio de risco-país e a expectativa de variação da taxa nominal de câmbio.
- ▶ Num regime de câmbio fixo, a perda de autonomia na condução da política monetária é evidente pois:
 - A expectativa de variação da taxa nominal de câmbio é igual a zero, de forma que o Banco Central não tem alternativa – se não quiser perder ou acumular um volume indefinido de reservas internacionais – a fixar a taxa doméstica de juros num patamar igual a soma da taxa de juros internacional com o prêmio de risco-país.
- ▶ Isso significa que o Banco Central não pode utilizar a taxa de juros para controlar a inflação doméstica ou para estimular o nível de atividade econômica (perda de autonomia).

Autonomia ...

- ▶ Alguns economistas afirmam que essa perda de autonomia não ocorreria no caso de um regime de câmbio flutuante pois:
 - Dadas as expectativas sobre o valor futuro da taxa de câmbio, o valor corrente da taxa nominal de câmbio pode sempre variar na magnitude necessária para gerar uma expectativa de variação da taxa de câmbio que satisfaça a equação da paridade descoberta da taxa de juros.
 - Dessa forma, o Banco Central poderia ter total controle sobre a taxa de juros, o qual é o principal instrumento de política monetária, desde que esteja disposto a aceitar a “livre flutuação” da taxa de câmbio.

Autonomia ...

- ▶ O problema com esse argumento é que a livre flutuação do câmbio gera uma série de problemas macroeconômicos, os quais levam os governos a intervir no mercado de câmbio, impedindo o ajuste descrito anteriormente.
 - “Efeito da Curva J”: O impacto de curto-prazo (9–12 meses) da depreciação do câmbio é reduzir o valor das exportações líquidas, de forma que o efeito inicial da depreciação é recessivo ! Esse fato pode incutir nos agentes a idéia de que a depreciação do câmbio não foi grande o suficiente (principalmente em países com problemas na conta de transações correntes), levando-os a esperar uma nova depreciação.
 - Existe a possibilidade de ocorrência de uma bolha especulativa no mercado de câmbio num regime de “livre” flutuação.

Autonomia ...

- Efeitos macro e microeconômicos da depreciação: variações da taxa nominal e real de câmbio tem impacto tanto a nível macroeconômico (emprego e inflação) como a nível microeconômico (competitividade da indústria).
 - Dessa forma, os governos são levados a realizar intervenções nos mercados de câmbio com o objetivo de impedir flutuações indesejadas no valor da taxa de câmbio.
- ▶ Independentemente do regime cambial da economia, a mobilidade de capitais reduz dramaticamente os “graus de liberdade” do Banco Central na fixação da taxa de câmbio com vistas ao atendimento dos objetivos domésticos.

Fragilidade Externa

- ▶ Os fluxos de capitais de curto-prazo são extremamente voláteis no sentido de que mudanças no “humor” dos investidores internacionais são capazes de gerar “paradas súbitas” de financiamento externo.
- ▶ Essas “paradas súbitas” terminam por gerar as condições objetivas necessárias para que o país se veja obrigado a mudar o seu regime de política econômica (por exemplo, a mudança do regime de câmbio fixo para câmbio flutuante) ou acabe por declarar *default* nas suas obrigações externas.
 - Crises cambiais produzidas por “profecias auto-realizáveis”.
 - Aplicação ao caso das crises cambiais ocorridas na Europa (1992–93) e no Sudeste Asiático (1997–98).

Fragilidade Externa

- ▶ Mecanismos de geração de uma crise cambial por “profecias auto-realizáveis”:
 - “Modelos de Segunda Geração” de crises cambiais: o custo de manutenção do regime de câmbio fixo é uma função crescente da expectativa de desvalorização do câmbio.
 - Demandantes de títulos do governo exigem taxas nominais de juros mais altas: aumento do custo de financiamento do governo.
 - Trabalhadores exigem salários nominais mais altos: aumento da taxa de inflação.
 - Problema: essa classe de modelos não estabelece nenhuma conexão explícita entre a mobilidade de capitais de curto-prazo e a crise do balanço de pagamentos.

Fragilidade Externa

- ▶ “Modelos de Terceira Geração”: Chang e Velasco (1999) e Rodrik e Velasco (1999).
 - O acúmulo de um grande passivo externo de curto prazo pode criar as condições objetivas necessárias para a ocorrência de uma crise cambial gerada por “profecias auto-realizáveis”.
 - Analogia com uma “corrida bancária”: modelo Diamond–Dybig (1983).
 - Os bancos são as instituições responsáveis pela *transformação de maturidades* numa economia de mercado. Eles financiam a aquisição de ativos de longo prazo com baixa liquidez (investimentos) por intermédio da emissão de um passivo de curto prazo altamente líquido (depósitos a vista).
 - Se o Banco for obrigado a converter os seus ativos em meio de pagamento antes do prazo de maturidade dos mesmos; então ele irá incorrer numa perda de capital a qual, se suficientemente grande, poderá torná-lo insolvente.

Fragilidade Externa

- ▶ No modelo Diamond e Dybig existem dois equilíbrios possíveis:
 - Um equilíbrio bom (sem corrida) no qual os agentes acreditam que o banco será capaz de honrar seus compromissos com os depositantes, o banco realiza os ativos no seu prazo de vencimento e paga a todos os correntistas.
 - Um equilíbrio ruim (com corrida) no qual os agentes não acreditam que o banco será capaz de honrar seus compromissos, correm para o banco na tentativa de retirar os seus depósitos enquanto é possível, o banco realiza prematuramente os seus ativos incorrendo numa grande perda de capital e vai a falência.

Fragilidade Externa

- ▶ O argumento básico de Rodrik e Velasco é que o ingresso de capitais de curto-prazo numa economia pode gerar um problema similar ao da corrida bancária.
 - Os capitais de curto prazo (empréstimos e aplicações financeiras altamente líquidas) são semelhantes aos depósitos bancários no que se refere ao seu prazo de maturidade, ou seja, são exigíveis a curto-prazo.
 - Esses capitais são utilizados para o financiamento da aquisição de ativos financeiros (ações) ou ativos reais (imóveis e projetos de investimento).
 - A realização antecipada desses ativos irá resultar numa perda de capital para os seus detentores devido à menor liquidez ou prazo de maturidade dos mesmos.

Fragilidade

- Tal como no caso da corrida bancária, a solvência dos tomadores de recursos de curto prazo depende das expectativas dos investidores internacionais
 - Se as expectativas forem otimistas, ou seja, se os investidores acreditarem na capacidade dos tomadores de honrar os seus compromissos externos; então os tomadores poderão carregar as suas posições até o prazo de maturidade de seus ativos, realizando os mesmos a um valor que permite que os empréstimos sejam liquidados.
 - Se as expectativas forem pessimistas, ou seja, se os investidores não acreditarem na capacidade dos tomadores de honrar os seus compromissos externos; então os empréstimos não serão renovados (parada súbita) e os tomadores serão obrigados a realizar uma venda antecipada de seus ativos, incorrendo numa grande perda de capital.

Fragilidade

- ▶ Efeitos da “Parada Súbita”:
 - Câmbio fixo: Perda de reservas internacionais a qual se for suficientemente forte pode levar ao colapso do regime de câmbio fixo.
 - Câmbio Flutuante: Depreciação forte da taxa nominal de câmbio, gerando fortes efeitos inflacionários devido ao efeito “pass-through” do câmbio para os preços.
 - Efeito da Curva J: desvalorização do câmbio real tem efeitos contracionistas no curto-prazo sobre a balança comercial e a demanda agregada.
 - “Evaporação do crédito”: a deterioração da posição financeira das empresas devido à redução do valor de mercado dos seus ativos e ao aumento do valor em moeda doméstica de seus passivos externos leva a uma redução drástica do volume de crédito disponível para o financiamento das atividades de rotina das empresas (compra de insumos, pagamento de funcionários, etc). Isso faz com que as empresas reduzam drasticamente o nível de produção.

Fragilidade



Fragilidade

- ▶ A ocorrência de uma “parada súbita” depende, contudo, da formação de uma “convenção pessimista” entre os investidores internacionais.
 - Um número suficientemente grande de investidores internacionais deve decidir – quase que simultaneamente – reverter os fluxos de entrada de capitais numa dada economia para que esses efeitos ocorram.
 - Como é possível se formar essa “convenção pessimista”?
 - Posição ortodoxa: esse consenso só pode resultar da adoção de políticas econômicas inconsistentes. Se as políticas macroeconômicas forem sólidas então o risco de uma “parada súbita” é muito pequeno.
 - O problema com essa explicação é que ela não é compatível com a experiência dos países do Sudeste Asiático, os quais apresentavam superávit ou equilíbrio nas contas do governo e baixas taxas de inflação.

Fragilidade

- ▶ Explicação alternativa: contágio e comportamento de manada.
 - Contágio: os investidores internacionais optam por não coletar informações custosas sobre os “fundamentos macroeconômicos” de um país e se deixam guiar por “rumores” (fundamentados ou não) da situação do mesmo.
 - Comportamento de manada: os agentes tem incentivo para imitar o comportamento uns dos outros, de forma que se alguns investidores retirarem suas aplicações de um país, outros irão segui-los na crença (fundamentada ou não) de que aqueles tem alguma informação relevante sobre a informação daquele país.

Desequilíbrio Externo

- ▶ A entrada de grandes fluxos de capitais produz uma forte apreciação da taxa real de câmbio, independentemente do regime cambial.
 - Em regimes de câmbio fixo, a entrada de capitais gera uma expansão da base monetária a qual, na ausência de *operações de esterelização*, gera um aumento dos preços dos produtos domésticos e, dada a taxa nominal de câmbio, uma apreciação do câmbio real.
 - Em regimes de câmbio flutuante a entrada de capitais gera uma forte apreciação do câmbio nominal a qual, dada a rigidez dos preços dos bens domésticos no curto prazo, gera uma apreciação do câmbio real.
 - Nos países emergentes essa apreciação ainda é mais grave devido ao reduzido tamanho dos mercados de câmbio desses países com respeito ao tamanho dos fluxos de capitais que ingressam nos mesmos.

Desequilíbrio

- ▶ A apreciação do câmbio real gerada pelos fluxos de capitais tende a gerar/aumentar o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos, ameaçando as condições de sustentabilidade da dívida externa.
 - Condição de sustentabilidade: $h < (i - x)z$
 - Onde: h é a transferência líquida de recursos para o exterior (igual ao saldo da balança comercial + o saldo dos serviços não-fatores); i é a taxa de juros internacional, x é a taxa de crescimento das exportações e z é a dívida externa como proporção das exportações.

Evidências Empíricas

- ▶ A sabedoria convencional existente entre os economistas afirma que os controles de capitais impõe um custo para o país na forma de taxas reais de juros mais altas (devido as barreiras impostas a migração dos países onde o capital é abundante para onde ele é escasso), menores taxas de poupança (devido a menor captação de poupança externa) e menor crescimento econômico (devido a menor acumulação de capital proporcionada por uma menor taxa de poupança).
- ▶ Existe alguma evidência empírica que corrobore a existência de uma relação significativa entre o regime de conversibilidade da conta de capitais, taxa real de juros e crescimento econômico?
 - Qual a relação entre o regime de conversibilidade da conta de capitais e a taxa real de juros ?
 - Qual a relação entre o regime de conversibilidade da conta de capitais e o crescimento econômico?

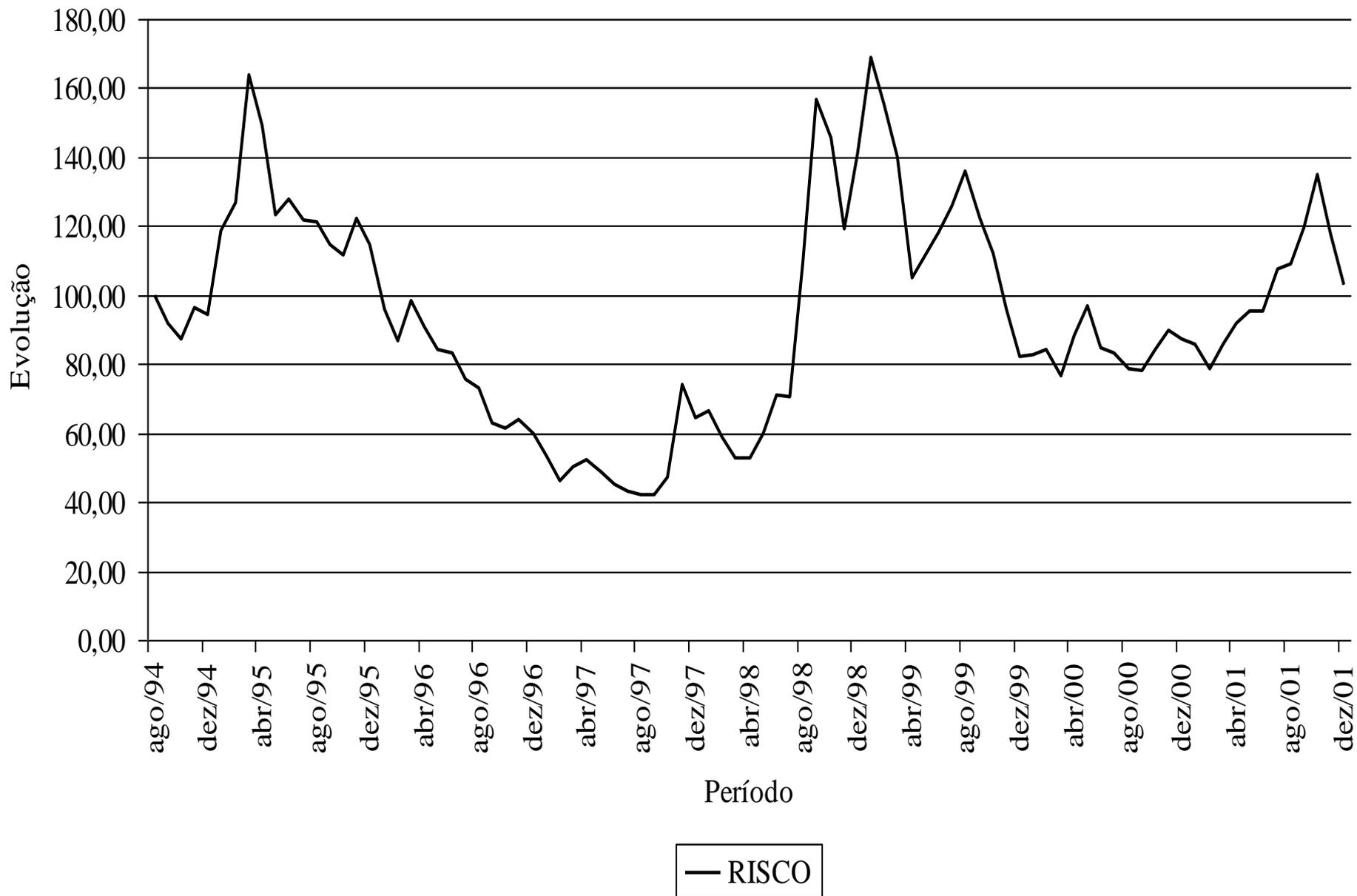
Conversibilidade e Risco

- ▶ Se o regime de conversibilidade tem impacto positivo sobre a taxa real de juros de uma economia; então esse efeito deve estar sendo captado pelo prêmio de risco país.
 - Quanto maior o nível de controles de capitais, maior deve ser o prêmio de risco e, portanto, maior a taxa real de juros.
- ▶ Essa relação foi analisada recentemente por Oreiro, Paula, Jonas e Ono num artigo publicado recentemente na *Revista de Economia Contemporânea*.

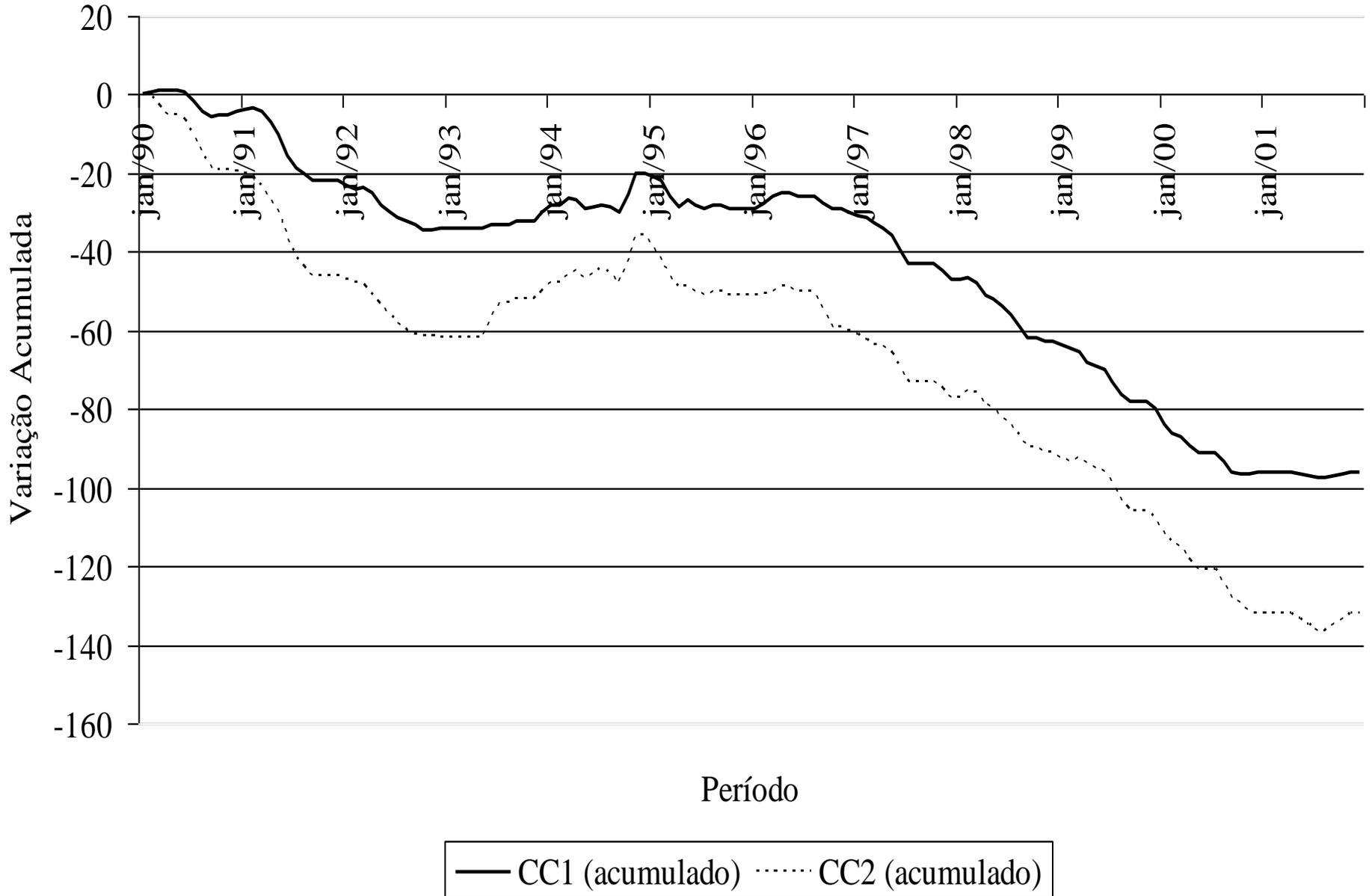
Conversibilidade e risco

- ▶ A idéia é analisar a existência de alguma relação entre o prêmio de risco Brasil – medido pelo EMBI + do JP Morgan – e o nível de controles de capital na economia brasileira medido pelo índice desenvolvido por Eliana Cardoso e Ilan Golfajn (1998).
 - Esse índice de controles de capitais atribui o número +1 para medidas que visem desestimular a entrada de capitais no país e -1 para medidas que estimulem essa entrada.

EVOLUÇÃO DO RISCO PAÍS: 1994-2001



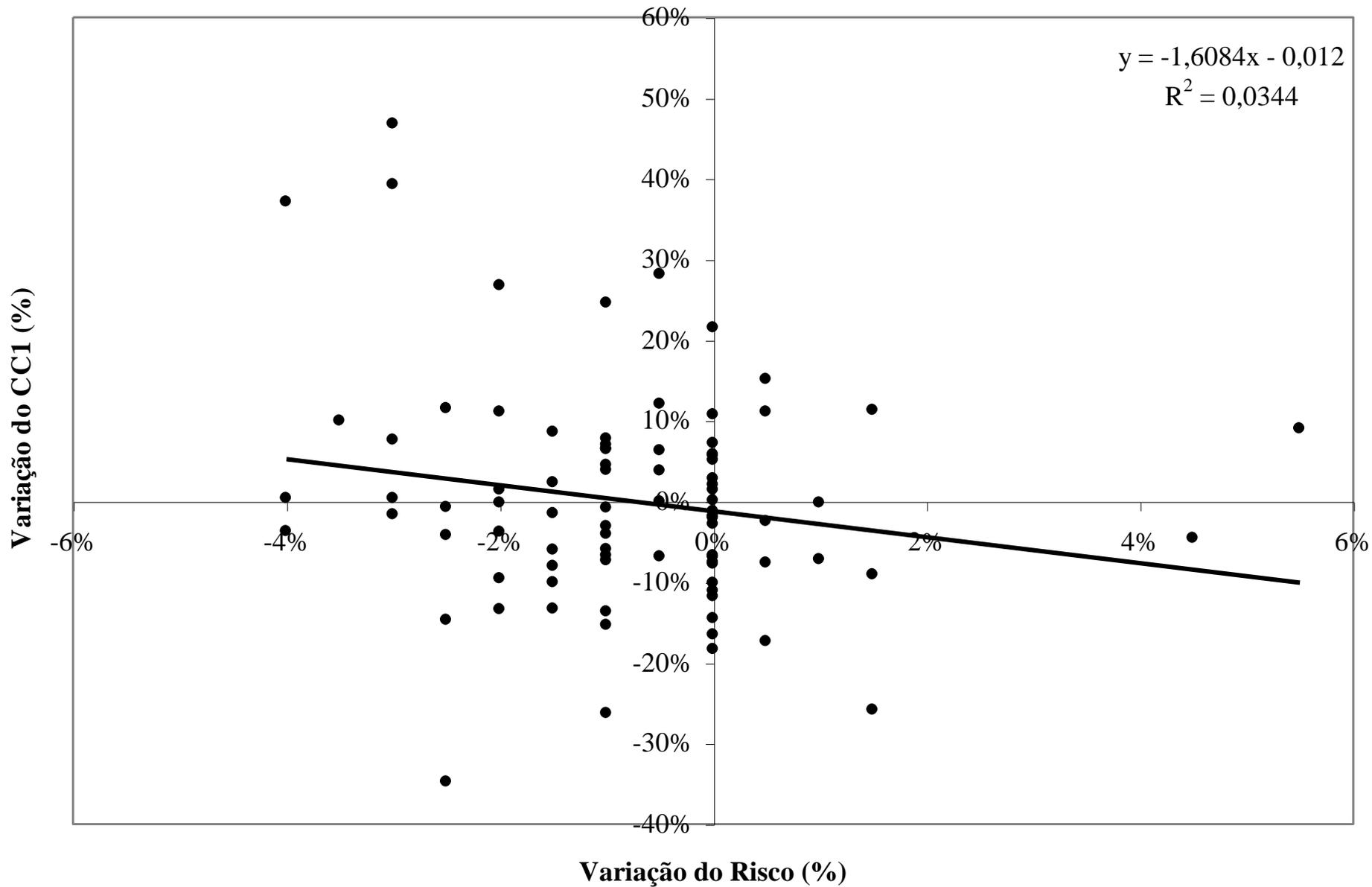
Índice de Controle de Capitais: 1990-2001



Conversibilidade e Risco

- ▶ Uma análise ainda que superficial dos dados nos mostra que no período compreendido entre 1994–2001 o Brasil caminhou para uma liberalização crescente da conta de capitais ao mesmo tempo em que o risco país permaneceu relativamente estável.
 - As evidências preliminares apontam para a inexistência de qualquer relação entre o grau de abertura da conta de capitais brasileira e a taxa real de juros.

Conversibilidade de Capitais x Risco País (08/1994 - 12/2001)



Conversibilidade e Risco

- ▶ No Gráfico anterior podemos observar duas coisas.
- ▶ Em primeiro lugar, constata-se a existência de uma relação inversa entre a variação do prêmio de risco e a variação do índice de controle de capitais (CCI). Daqui se depreende que um aumento do nível de controle de capitais pode estar associado a uma redução do prêmio de risco Brasil.
- ▶ Em segundo lugar, constata-se uma grande dispersão dos pontos do gráfico, indicando com isso que a variação do nível de controle de capitais tem pouco poder explicativo a respeito do comportamento do prêmio de risco Brasil.

Crescimento ...

- ▶ No presente estudo selecionou-se uma amostra de 61 países a partir da base de dados do Banco Mundial (*World Development Indicators, 2001*).
- ▶ O período de análise restringiu-se a quatro anos (1996–1999).
- ▶ Dados em painel.

Crescimento

- ▶ PIB per capita (LNPIB: aplicou-se o logaritmo ao PIB, em dólares de 1995, dividido pela população na metade do ano);
- ▶ Taxa de analfabetismo (ANALF: essa medida da situação educacional do país foi utilizada devido à insuficiência de dados para os anos de escolaridade);
- ▶ Expectativa de vida (LNEV: aplicou-se o logaritmo à expectativa de vida ao nascer de homens e mulheres);
- ▶ Interação entre PIB e capital humano (PIBKH: multiplicou-se o logaritmo do PIB per capita à soma dos desvios da taxa de analfabetismo e da expectativa de vida em relação às suas médias);
- ▶ Taxa de investimento (INV: foi utilizada a formação bruta de capital fixo em relação ao PIB);
- ▶ Consumo do governo (CG: são os gastos do governo em consumo final como porcentagem do PIB, excluindo os gastos militares em capital fixo);
- ▶ Crescimento dos termos de troca (CTT: calculamos a taxa anual de variação dos termos de troca);
- ▶ Taxa de Poupança (POUP: trata-se do PIB menos os gastos com consumo como porcentagem do PIB. Essa variável é fundamental para o crescimento da renda per capita nos modelos de crescimento endógeno) e;
- ▶ Convertibilidade da conta de capitais (CONV), foi incorporada ao modelo como uma Dummy: i) Valor 1 para os países com plena conversibilidade da conta de capital; ii) e 0 para os países que possuem conversibilidade *parcial* da conta de capitais

Tabela 2: Variável dependente: taxa anual de crescimento da renda per capita.

Dados em Painel (1996 –1999)

Variável	Coef.	D.P.	P-valor
<i>LNPIB</i>	30,9875	6,5436	0,0000
<i>ANALF</i>	1,9041	0,4408	0,0000
<i>LNEV</i>	-2,3675	22,5761	0,9166
<i>PIBKH</i>	-0,0237	0,0170	0,1653
<i>INV</i>	0,1522	0,0824	0,0665
<i>CG</i>	-0,0957	0,1352	0,4798
<i>CTT</i>	-1,80e-14	1,41e-13	0,8985
<i>POUP</i>	-0,1199	0,0613	0,0523
<i>CONV</i>	-1,9297	1,0902	0,0785
R^2	0,5333	Durbin-Watson	2,3851
R^2 ajustado	0,3483	D.P. Regressão	3,2456

Fonte: Banco Mundial/FMI

Crescimento ...

- ▶ Os coeficientes para a expectativa de vida, a interação entre PIB e capital humano, o consumo do governo e o crescimento dos termos de troca apresentaram um P-valor acima de 10%, resultando na aceitação da hipótese nula (H_0 : coeficiente = 0).
- ▶ O sinal negativo do coeficiente (-1,93) que mede o efeito da conversibilidade da conta de capitais sobre o crescimento da renda per capita indica *que países com a conta de capitais conversíveis tem tendência a apresentar reduções na renda per capita.*
 - Não existem evidências empíricas de que países com conta de capitais conversível apresentem uma taxa de crescimento da renda per-capita maior do que países que não tem conversibilidade na sua conta de capitais.