

# CAPÍTULO 1

## Controvérsias recentes sobre controles de capitais

Fernando Cardim de Carvalho

João Sicsú

*Confessadamente, em suas missões rotineiras de monitoração anteriores à crise asiática, o FMI pode ter se inclinado em demasia, algumas vezes, na direção de uma negligência benigna à medida que alguns países prematuramente liberalizaram os mercados para movimentos de capitais de curto termo, antes da estrutura regulatória interna estar criada para lidar com eles. (...) Dito isto, o papel de controles temporários e limitados, especialmente para economias em níveis intermediários de desenvolvimento financeiro, exige mais estudo.*

KENNETH ROGOFF (2002)

### 1.1 INTRODUÇÃO

A afirmação em epígrafe, escrita pelo então diretor de Pesquisas do Fundo Monetário Internacional (doravante, FMI ou Fundo), ilustra, de forma concisa, pelo menos duas das características mais frequentes do debate recente em torno da adoção de controles de capitais que serão ressaltadas neste capítulo. Em primeiro lugar, Rogoff reconhece que, da parte do Fundo, a desejabilidade da remoção de controles de capital, isto é, a liberalização dos movimentos internacionais de capital, revelava uma preferência *a priori*, mais do que o resultado empiricamente fundamentado do trabalho de pesquisa da instituição. Em segundo, este *parti pris* em favor da liberalização permanece, como se mostra na natureza extremamente cautelosa e limitada da autocrítica que encerra o comentário. O Fundo reconhece apenas que controles, *limitados e temporários*, para certos tipos de economias, merecem mais estudo. As qualificações são muito mais importantes e definidas do que a desapontadora conclusão da citação. Na verdade, mesmo após o FMI ter reconhecido que a liberalização dos movimentos de capitais

foi precipitada em muitos casos, defendendo que a remoção dos controles restantes seja feita após o *seqüenciamento* correto de reformas domésticas prévias, não há exemplos de países que tenham sido autorizados pela instituição a reinstalar controles para que aquelas reformas pudessem ser implementadas.

A postura do Fundo com relação a controles de capitais é ilustrativa da cambiante apreciação desse tipo de instrumento na comunidade de economistas, acadêmicos, de instituições privadas e com responsabilidade de governo. Como mostra Cooper (1999), controles de capitais não eram geralmente adotados antes da crise da década de 1930. Criados para ajudar a defender as economias da volatilidade econômica internacional, levaram anos para ser removidos. Mesmo países desenvolvidos, como os da Europa ocidental, praticamente só vieram a eliminar barreiras formais à circulação de capitais nos anos 90. Muitos bloqueios, na verdade, permanecem, vários dos quais sob a forma de restrições regulatórias, mais do que barreiras explícitas, o que, em si, ilustra outro aspecto deste tema, que é a dificuldade em definir com precisão o que são controles, separando-os de outras formas de intervenção.

Atualmente, a comunidade de economistas, em sua maioria, parece compartilhar a visão de que controles de capital são danosos ou inócuos. Há, contudo, muitas vozes discordantes, que apontam para a fragilidade dos argumentos teóricos em favor da liberalização e da inconclusividade dos estudos empíricos que tentam mostrar que a remoção de controles de capital aumenta a prosperidade econômica ou o bem-estar das sociedades. Entre os economistas que defenderam o controle de capitais, certamente o mais conhecido foi J. M. Keynes, sob cuja influência a conferência de Bretton Woods, em 1944, decidiu recomendar aos signatários do acordo final a adoção de controles no caso de crises de balanço de pagamentos devidas a fugas de capitais.<sup>1</sup>

Os países desenvolvidos, com poucas exceções, abandonaram apenas recentemente estes controles.<sup>2</sup> Nos anos 90, contudo, fez-se enorme pres-

<sup>1</sup> Cooper (1999) observa que Keynes, na verdade, apresentou uma proposta mais forte em favor de controles de capitais pelos quais os países signatários reconheceriam como ilegais quaisquer contratos que violassem leis domésticas de restrição ao movimento de capitais. Os Estados Unidos, contudo, apoiaram a inclusão nos estatutos do Fundo (*Articles of Agreement*), do artigo VI, que veda o uso de recursos do Fundo para solucionar problemas de conta de capitais, cabendo ao país atingido decidir pela adoção dos controles que julgar cabíveis, desde que não discriminatórios.

<sup>2</sup> Ver Wyplosz (2001).

são sobre os países em desenvolvimento, para que acompanhassem as tendências liberalizantes dos países industriais. O apogeu dessa pressão foi a aprovação, na assembleia anual de 1997 do FMI, da iniciativa de mudança de seus estatutos para remover o artigo VI, que legitima a adoção de controles, substituindo-o pelo compromisso com a conversibilidade da conta de capitais, a exemplo da acordada em 1944, estabelecendo a conversibilidade da conta-corrente. Após a eclosão da crise asiática, essa iniciativa foi, para todos os efeitos práticos, congelada.

Por ironia da história, a assembleia teve lugar em Hong Kong, quando sinais da crise que explodiria pouco depois já se faziam perceber. As crises asiática, russa, brasileira e várias outras acabaram por fazer o movimento liberalizante perder o fôlego, ainda que não o revertesse. A pressão pró-liberalização cedeu lugar à preocupação com os requisitos necessários para que a abertura financeira pudesse ser concretizada. No ínterim, o Fundo passou a reconhecer que a manutenção de certos controles poderia ser tolerada. Como na epígrafe de Rogoff, contudo, esses controles deveriam ser temporários, limitados e utilizados apenas enquanto se promovessem as reformas necessárias para que a liberalização pudesse ser retomada mais adiante. Ainda se supõe que o balanço fundamental de custos e benefícios da remoção de controles pende para o lado da liberalização.

Este capítulo visa a recuperar o debate recente sobre controles de capital, com vistas a avaliar a conclusão mencionada, favorável ao que chamaríamos de *liberalização cautelosa*. O aparente consenso em favor dessa estratégia é desafiado em diferentes graus por diferentes pesquisadores, e alternativas, igualmente diferenciadas quanto à sua radicalidade, são por eles oferecidas. Neste texto, não temos a intenção de avaliar instrumentos ou experiências nacionais específicas. Na verdade, esse objetivo é tema de outro capítulo de nossa autoria deste mesmo livro. Aqui queremos abordar o desafio intelectual representado pela liberalização, tanto para a reflexão teórica quanto para a investigação empírica. Para tanto, na seção seguinte, tentamos encarar a primeira, e muito importante, dificuldade, que é a conceituação adequada de controles de capital. A Seção 1.3 examina o debate teórico em torno da liberalização, e a Seção 1.4 aborda as investigações empíricas sobre as vantagens dos controles *versus* as vantagens da liberalização. A Seção 1.5 apresenta as principais conclusões desta *survey*.

## 1.2 CONTROLES DE CAPITAL

Em seu uso mais freqüente, a expressão *controles de capital* engloba todo e qualquer instrumento de intervenção no livre movimento de capitais através de fronteiras nacionais. Deste modo, como sugere Jomo (2001), aqui estariam incluídas formas de intervenção por meio da imposição de depósitos compulsórios sobre entradas de capitais, impostos sobre entradas e/ou saídas de recursos financeiros, e a imposição de restrições de natureza quantitativa sobre fluxos de capital, incluindo-se aí a proibição pura e simples de certos tipos de transação.

Cooper (1999), por sua vez, prefere excluir do termo *controles* instrumentos que, embora restringindo de alguma forma o fluxo de capitais, o fazem sem explicitamente estabelecer barreiras diretas, como é o caso dos controles mencionados no parágrafo anterior. A existência de sistemas de câmbio múltiplo, ou restrições regulatórias ao endividamento externo, por exemplo, seriam chamados por Cooper de restrições à circulação de capital, mais do que controles. As razões para a distinção parecem ser duas: por um lado, disposições como estas últimas são geralmente justificadas por lógicas diferentes da restrição de movimentos; por outro, a inclusão desses instrumentos poderia tornar o conceito de controles excessivamente abrangente a ponto de torná-lo analiticamente inútil.

O problema apontado por Cooper é particularmente importante quando se consideram as barreiras criadas por regulação financeira de tipo prudencial. Por um lado, a rationale teórica para a imposição de controles de capital é, com freqüência, aparentada de perto à lógica que explica a desejabilidade da regulação financeira: a existência de externalidades e a ausência de mercados perfeitos e completos que tornam a operação livre dos mercados ineficiente do ponto de vista social. Assim, como se verá na próxima seção, discutir a lógica dos controles de capital envolve argumentos semelhantes à discussão da intervenção regulatória nos mercados financeiros domésticos. Além disso, certas disposições regulatórias têm impacto imediato e definido sobre fluxos de capital, mesmo que isso não seja a razão principal para a adoção da medida. Por exemplo, a preocupação em evitar descasamentos nos balanços dos bancos entre ativos e passivos denominados em moedas diferentes ou com maturidades diferentes pode se constituir em uma barreira à captação de recursos externos por parte das instituições bancárias, ou na recusa a captar recursos de maturidade diversa daquela das aplicações ativas dos bancos.

Excluir esses tipos de instrumentos de uma discussão sobre controles de capital pode limitar indevidamente as opções examinadas de proteção de uma dada economia nacional frente a choques externos. A importância deste ponto foi amplamente ilustrada não só pela experiência dos países asiáticos na crise de 1997, como também pelas turbulências sofridas pela economia brasileira durante o ano de 2002. No caso de países como a Coréia, por exemplo, os fluxos mais problemáticos de capital foram exatamente aqueles internalizados por bancos domésticos que captaram recursos de curto prazo denominados em dólares no mercado internacional para financiar empresas domésticas, com receitas em *won*, com prazos mais longos. Mesmo uma visão mais tradicional de regulação financeira teria apontado o risco representado pelo duplo descasamento, de moedas e maturidades, presente no balanço dos bancos coreanos. A eliminação, ou atenuação, desses riscos por providências de regulação prudencial, mesmo que não tivesse sido orientada por preocupações com a restrição aos movimentos de capital, exerceria papel semelhante à imposição de controles no sentido tradicional.

A economia brasileira ofereceu em 2002 outro exemplo de vulnerabilidades que poderiam ter sido evitadas, seja pela imposição de controles, seja pela adoção de normas de regulação prudencial, ainda que, nesse caso, a regulação seria aplicada para além das suas áreas tradicionais. Empresas não-financeiras brasileiras, compelidas pelas altas taxas internas de juros, captaram recursos no exterior, introduzindo em seus balanços descasamentos semelhantes aos que afetaram os bancos coreanos. Quando a incerteza cresceu nos mercados financeiros a respeito das taxas futuras de câmbio, submetidas a fortes pressões altistas a partir de maio de 2002, as empresas tentaram antecipar pagamentos de dívida, contribuindo para agravar os graves problemas de balanço de pagamentos da economia brasileira. Também neste caso, a adoção de controles que limitassem o endividamento externo das empresas teria efeitos semelhantes à adoção de normas prudenciais que regulassem o descasamento de moedas e maturidades em balanços.<sup>3</sup>

Sendo um conceito, de qualquer forma, abrangente, englobando, mesmo em sua acepção mais estreita, uma ampla gama de instrumentos, pode ser útil estabelecer certas diferenças entre tipos de controles que permitam

---

<sup>3</sup> Nesse último caso, porém, é forçoso reconhecer que a regulação prudencial teria de ser aplicada além de suas fronteiras tradicionais, limitadas ao setor financeiro. Como se verá na seção seguinte, a lógica seria semelhante: a existência de externalidades envolvidas nas operações de pagamento externo usando as reservas de divisas do país.

não apenas descrever o leque de opções à disposição de uma economia a qualquer momento, mas também proceder à avaliação da eficiência de cada classe de instrumentos.

Inicialmente, pode-se distinguir entre controles que atuam por meio de incentivos ou desincentivos de mercado em contraste com restrições quantitativas diretas. No primeiro caso, temos como exemplo a exigência de impostos sobre fluxos de capitais ou a cobrança de impostos diferenciados segundo as características do fluxo de capitais que se deseje privilegiar. Um exemplo dessas disposições foi dado pelos controles estabelecidos em 1999 na Malásia em substituição às restrições diretas impostas em 1998. Pelas disposições de 1999, as saídas de capitais seriam tributadas por alíquotas inversamente proporcionais ao período de permanência daqueles capitais no país. Deste modo, incentivou-se a permanência de capitais no país sem que se proibisse a saída daqueles que preferissem fazê-lo (como na primeira fase da imposição de controles naquele país, em 1998). Nessa categoria, enquadram-se também os controles de entrada chilenos, que ao estabelecerem depósitos compulsórios como frações dos fluxos de entrada, a serem resgatados apenas após um período mínimo de permanência estabelecido pelas autoridades nacionais, incentivavam a vinda apenas daqueles capitais que contemplassem a permanência por períodos mais longos.

Em contraste, restrições quantitativas diretas, ou controles administrativos como são muitas vezes conhecidos, simplesmente vedam a possibilidade de entrada ou saída de capitais mesmo que seus detentores estejam dispostos a pagar custos maiores para manter suas opções abertas.

O balanço de vantagens entre os dois tipos de controles é estabelecido em linhas semelhantes aos que são definidos para outras atividades em que escolha semelhante esteja disponível. Assim, por exemplo, contrasta-se o uso de instrumentos diretos de política monetária aos indiretos. Os primeiros englobam controles administrativos como a fixação de tetos de crédito, tabelamento de juros etc. Os segundos atuam por meio do mercado, como as operações de mercado aberto.<sup>4</sup> Argumenta-se que instrumentos indiretos são mais eficientes porque são desenhados para alinhar os interesses de mercado com os objetivos da autoridade monetária, enquanto os controles administrativos vão de encontro ao que desejam os agentes privados. A mesma lógica sugeriria que controles de capital via mercado seriam mais

---

<sup>4</sup> Ver IMF (1995).

eficientes do que as medidas administrativas porque permitiriam a adesão, em vez do confronto, ao mercado.

A questão da eficiência relativa dos instrumentos, contudo, não pode ser examinada apenas em termos das condições de adesão dos agentes privados. Em certas circunstâncias, como a ocorrência de uma crise de balanço de pagamentos, por exemplo, a incerteza a respeito da eficácia de controles criada pela possibilidade de não-adesão voluntária do setor privado pode ser intolerável. Além disso, instrumentos administrativos podem não ser eficazes no longo prazo, quando os agentes privados tiverem tempo para aprender como contorná-los, mas no curto prazo podem diminuir a incerteza com relação ao impacto dos controles. Isso implica que o exame dos tipos de controles de capital possíveis não pode ser feito sem se considerarem outras duas distinções intimamente aparentadas à precedente. Por um lado, controles podem ser pensados como instrumentos temporários ou permanentes. Por outro, podem ser instrumentos de administração de crises de balanço de pagamentos ou servir para dar autonomia a políticas econômicas domésticas. Na prática, muitas vezes pode ser difícil distinguir entre as duas dicotomias, ainda que conceitualmente não sejam idênticas.

A primeira dicotomia se refere ao papel reservado aos controles de capital na estratégia de desenvolvimento do país.<sup>5</sup> A restrição ao grau de integração financeira entre uma economia nacional e o resto do mundo pode ser uma decisão vista como permanente por essa economia, se os ganhos esperados da integração forem avaliados como inferiores às perdas ou aos riscos que ela acarreta. Em contraste, controles podem ser temporários, adotados enquanto as condições ideais para a integração ainda não estiverem dadas. Este é o sentido da aceitação da hipótese de controles de capital pelo FMI, conforme expressa por Rogoff na epígrafe a este capítulo. É claro que a duração do intervalo “de transição” pode mesmo ser indefinidamente longa, mas é importante notar que, neste caso, controles são vistos como um mal necessário, um meio menos desejável de defender a economia, enquanto meios mais eficientes ainda não estão ao seu alcance. Controles, portanto,

---

<sup>5</sup> Estamos tomando a expressão “estratégia de desenvolvimento” em sua acepção mais ampla, não limitada a países em desenvolvimento apenas. Países industriais também adotam estratégias de desenvolvimento no sentido de que fazem escolhas fundamentais a respeito dos caminhos a serem trilhados por eles. Parte importante dessas escolhas é o grau de integração com a economia mundial que cada um define como desejável. Nesse sentido, países industriais também têm de decidir se usam ou não controles, como, aliás, o fizeram em Bretton Woods.

neste caso, são remendos mais que opções legítimas de política, a serem abandonados assim que possível, isto é, tão logo que as condições estejam dadas. Como se verá na seção seguinte, a noção de que controles sejam um remendo aceitável enquanto se gestam as condições necessárias para a adoção de uma alternativa superior se apóia em uma concepção particular, ainda que hoje predominante, da operação dos mercados financeiros, que supõem sua capacidade de refletir eficientemente os chamados "fundamentos" dessa economia.

A visão oposta entende que controles sejam instrumentos de utilização permanente, para dar autonomia a políticas domésticas. Ao contrário da anterior, esta abordagem assume que mercados financeiros, domésticos ou internacionais, são marcados por imperfeições que não só reduzem drasticamente sua eficiência em refletir os "fundamentos" da economia como também os transformam em canais privilegiados de instabilidade para as economias nacionais. Neste caso, controles são vistos como um instrumento permanente de proteção das economias nacionais. Seu papel é precisamente bloquear canais de integração entre mercados domésticos e externos, autonomizando o mercado interno em relação ao que ocorre em sua contraparte externa. Assim, controles podem ser usados, por exemplo, para permitir a uma economia manter taxas de juros diferentes daquelas que seriam impostas se fossem livres os movimentos de capitais.

Aparentada a essa dicotomia, mas diferente no escopo, é a distinção entre controles desenhados para permitir a administração de crises e aqueles adotados para sustentar a autonomia de decisões de política econômica doméstica. Uma dada economia pode adotar controles como uma forma de limitar o efeito de certas características de situações críticas, como, por exemplo, o overshooting cambial resultante de comportamentos de rebanho durante uma crise, ainda que não considere a adoção de controles como uma característica desejável em si mesma. Nesse caso, não é sequer uma questão de se adotarem controles temporariamente, como na dicotomia anterior, porque controles são instrumentos visualizados apenas para situações de anormalidade. Deste modo, não serão utilizados para dar tempo à construção de outros canais mais sólidos de integração financeira. Em outras palavras, nem são pensados para durar o tempo necessário para a mudança institucional necessária à definição de outros instrumentos, nem deixarão de ser usados tantas vezes quantas forem necessárias para enfrentar novas crises. Enfim, controles de capital como instrumentos de administração de crises não são entendidos como instrumentos *inferiores*, a serem

abandonados quando possível, mas como parte de um arsenal de emergência, a serem acionados sempre que julgado conveniente.

A visão contrária a esta seria próxima à alternativa aos controles temporários. Controles de capital seriam necessários para dar autonomia à tomada de decisões doméstica. Políticas de juros já foram usadas como exemplo. Políticas industriais seriam outro exemplo. Políticas de redistribuição de renda por via fiscal também poderiam enfrentar episódios de fuga de capitais, na ausência de controles. Neste caso, controles seriam permanentes, ou, pelo menos, duráveis, não para que se possa construir seu substituto, mas para que se possa implementar políticas que poderiam ser ameaçadas por movimentos de capitais adversos.

Em termos mais operacionais, distinguem-se ainda controles sobre a entrada e a saída de capitais, dependendo da definição, naturalmente, de qual operação seria objeto de controle. Também nesta linha, distinguem-se controles sobre operações de residentes e de não-residentes. Essas distinções são muito importantes, mas principalmente por questões operacionais e, por isso, são discutidas e avaliadas em outros capítulos deste livro.<sup>6</sup>

### 1.3 O DEBATE TEÓRICO SOBRE CONTROLES DE CAPITAIS

#### **Argumentos favoráveis à liberalização dos movimentos de capitais: a eficiência do mercado de capitais**

Duas ordens de argumentos, na verdade contraditórias entre si, são levantadas normalmente contra a utilização de controles de capital. A primeira apóia-se na tese de que os ganhos da liberalização dos movimentos de capital são de mesma natureza que os ganhos da liberalização comercial.<sup>7</sup> Por esta linha de pensamento, criar obstáculos à livre movimentação de capitais distorce a alocação de recursos fazendo com que os capitais, especialmente nas economias em desenvolvimento, onde eles são mais escassos, sejam mal utilizados. Acreditam os proponentes desta visão que a liberdade de movimentação permite aumentar a eficiência com que opera a economia, mesmo que se trate de capitais de curto prazo, que circulam pelo mundo em busca de oportunidades de arbitragem de taxas de juros. Por isso, controles de capital distorcem a alocação e pioram a situação das economias que os aplicam.

<sup>6</sup> Para uma introdução aos variados instrumentos utilizados para controles de capitais, ver Neely (1999).

<sup>7</sup> Os ganhos da liberalização comercial são aceitos com muito menos reservas entre economistas. Uma exceção a este quase consenso é dado por Rodrik e Rodriguez (2000).

A segunda ordem de argumentos não questiona diretamente a desejabilidade de controles, mas sua eficácia. Alega-se que controles de capitais são, no mais das vezes, inócuos, implicando desperdício de energias e de recursos em atividades fadadas ao fracasso. Naturalmente, embora alguns críticos não pareçam percebê-lo, não se pode usar os dois argumentos ao mesmo tempo, já que, fossem os controles inócuos, eles não poderiam causar danos, ou, alternativamente, apenas causariam danos se fossem efetivos. Neste capítulo, daremos atenção apenas à primeira ordem de argumentos, já que a questão da efetividade dos controles só pode ser proficuamente examinada à luz de mecanismos específicos em situações específicas, o que foge ao interesse deste estudo.

Defensores da liberalização financeira e da remoção de controles argumentam que a livre movimentação de capitais permitiria uma alocação internacional de capitais mais eficiente, o que seria particularmente benéfico a países em desenvolvimento, já que os capitais deveriam fluir dos países mais ricos, onde sua produtividade seria menor, para os mais pobres, onde a escassez deste fator lhe permitiria obter altos retornos. Colocada diretamente em termos do interesse de países em desenvolvimento em promover a liberalização financeira, a remoção de barreiras à circulação de capital deveria levar a um aumento da poupança disponível para investimento nesses países, acelerando seu crescimento. Benefícios adicionais, que recebem maior ou menor ênfase dependendo do autor de que se trate, seriam os derivados da maior eficiência da operação dos sistemas financeiros domésticos, sob pressão de competidores estrangeiros; redução da corrupção, sob a hipótese de que investidores e instituições estrangeiros seriam mais resistentes que os locais; maior estabilidade sistêmica, seja pela diversificação de fontes de recursos para os países, seja pela maior diversidade de opções oferecidas aos investidores. Acreditam alguns que a liberalização financeira permitiria, ainda, a melhora na qualidade da administração pública, disciplinada que seria pela ameaça permanente de saída de capitais quando as perspectivas futuras daquela economia se vissem ameaçadas por políticas irresponsáveis.<sup>8</sup>

Exemplos desta visão abundam na literatura. Tomemos apenas um exemplo representativo, extraído de trabalho de Stanley Fischer, então o número dois do FMI, quando se debatia a conveniência de se promover a

---

<sup>8</sup> Para um exemplo de entusiástica expectativa de que a liberalização da conta de capitais promova uma melhoria da qualidade da política econômica doméstica, ver Dornbusch (1998).

mudança no estatuto do Fundo tendente a estabelecer a conversibilidade da conta de capitais:

*O segundo, e mais forte, argumento em prol da liberalização é o de que os benefícios potenciais ultrapassam os custos.<sup>9</sup> Colocado em abstrato, movimentos livres de capitais facilitam a alocação global eficiente de poupanças e canalizam recursos para seus usos mais produtivos, aumentando assim o crescimento econômico e o bem-estar. Da perspectiva do país individual, os benefícios tomam a forma de aumentos no conjunto de fundos para investimento e no acesso de residentes domésticos aos mercados estrangeiros de capital. Do ponto de vista da economia internacional, contas de capital abertas apóiam o sistema de comércio multilateral ao alargar os canais pelos quais os países podem financiar o comércio e o investimento e atingir níveis mais altos de renda. Fluxos internacionais de capitais expandem as oportunidades para diversificação de portfólio, oferecendo assim a investidores, tanto nos países industriais como nos em desenvolvimento, o potencial de alcançar taxas mais altas de retornos ajustadas pelo risco (Fischer, 1998, p. 2-3).<sup>10</sup>*

O estilo casual de Fischer na apresentação dos argumentos favoráveis à liberalização é típico da literatura recente sobre controles de capital. Os defensores da liberalização se apóiam, na verdade, na sabedoria convencional corrente da comunidade de economistas (e, sob sua influência, dos tomadores de decisão) que reconhece nos mecanismos de mercado eficiência supe-

<sup>9</sup> O primeiro argumento de Fischer é que a liberalização “é um passo inevitável no caminho do desenvolvimento, que não pode ser evitado e deveria ser abraçado. Afinal, todas as economias mais avançadas têm contas de capital abertas” (*op. cit.*, p. 2). À parte o curioso determinismo histórico adotado por Fischer, cabe notar o argumento falacioso, que o autor usa com frequência, de que a liberalização deve ser adotada porque é o que um país desenvolvido faz. É difícil acreditar que um autor como Fischer desconheça que a liberalização financeira se deu, em praticamente todos os países industriais, *depois* que o desenvolvimento tinha sido alcançado, e não como instrumento de desenvolvimento. Na verdade, esta é uma informação tão trivial e tão conhecida (ver, por exemplo, Wyplosz (2001)) que é impossível não alimentar dúvidas quanto às intenções do autor ao propor falácia tão grosseira.

<sup>10</sup> Outros inventários muito semelhantes das vantagens da liberalização podem ser encontrados, por exemplo, em Johnston e Tamirisa (1998) e Edison, Levine, Ricci e Slok (2002). Cooper (1999) oferece uma lista de vantagens ainda mais extensa, embora o autor seja um crítico da liberalização e tente mostrar que muitas dessas vantagens são improváveis ou se dão em graus irrelevantes, diante dos custos ou riscos acarretados pela remoção de contro-

rior em promover bem-estar do que a de qualquer mecanismo alternativo, especialmente aqueles que envolvem alguma intervenção do Estado. Tornou-se quase natural supor que a intervenção do Estado é sempre inferior à ação privada livre, por um lado porque viola uma delicada (e mal conhecida) rede de incentivos criada pelo mercado e, por outro, porque estimula as atividades dependentes de monopólio (*rent seeking*) que, mesmo que temporariamente, resultam da ação estatal. Assim, tem sido freqüente a apresentação das potenciais vantagens da liberalização financeira como auto-evidentes, assumindo-se que a simples listagem do ganho é evidência de sua própria realidade.

Na verdade, não há argumentos específicos oferecidos em apoio da remoção de controles de capitais em si. Como se vê no texto de Fischer, defende-se a liberalização financeira externa pelas mesmas razões que se defenderia a liberalização doméstica: melhor alocação de recursos e maior diversificação de carteiras, permitindo administrar riscos de forma mais eficiente. Se mercados financeiros domésticos livres são *eficientes* para promover a alocação ótima de recursos, prossegue o raciocínio, não há por que supor que ele não se dê quando se pensa nos mercados financeiros internacionais.

Deste modo, se não há razões para que se defenda a liberalização internacional que não sejam fundamentalmente as mesmas que se usariam para defender a liberalização doméstica – qual seja, o princípio de que mercados financeiros livres são eficientes para alocar a poupança, ou o capital, disponível da melhor forma possível –, a crítica a esta posição tenderá a assumir postura semelhante. Como se verá em seguida, os argumentos mais importantes a sustentar a cautela na remoção de controles ou mesmo a indesejabilidade da liberalização além de um certo grau também se apóiam em proposições teóricas a respeito de mercados financeiros, sem importar se são domésticos ou internacionais. Assim, a defesa da permanência de controles de capital será semelhante à defesa dos instrumentos de regulação financeira doméstica. No entanto, como a discussão teórica se manterá fundamentalmente voltada para características de mercados financeiros em abstrato, os críticos acrescentarão pelo menos um aspecto importante ao debate: o papel da taxa de câmbio e do regime cambial. Estes argumentos serão examinados à frente.

#### **Argumentos em favor dos controles de capitais: a importância da informação assimétrica e da incerteza**

Colocado o problema nesses termos, pode-se perceber que há pelo menos duas ordens de críticas que podem ser feitas à tese da liberalização, que se

originam de visões alternativas à hipótese de mercados eficientes que fundamenta a proposta de eliminação de controles de capitais. Por um lado, alguns enfatizam as possíveis imperfeições dos mercados financeiros, particularmente as derivadas da assimetria com que informações se distribuem entre as contrapartes de um contrato financeiro. Outra corrente enfatiza a incerteza fundamental e irremediável que cerca as transações com ativos financeiros e de capital.

De acordo com a primeira abordagem, a validade da hipótese da eficiência dos mercados só pode ser estabelecida na presença de um conjunto excessivamente exigente de pressupostos. Dentre esses pressupostos estão os necessários para determinar não só a existência de equilíbrios competitivos (que são identificados na literatura de equilíbrio geral),<sup>11</sup> mas também uma série de supostos adicionais, que garantam não apenas a existência de equilíbrio, mas também que a operação do mercado garanta a convergência para esse equilíbrio. Dentre as imperfeições que se constituiriam em obstáculos seja à existência do equilíbrio competitivo (que é onde a otimalidade pode ser reconhecida), seja à convergência ao equilíbrio estão os mercados incompletos (inclusive pela presença de externalidades) e a assimetria na distribuição da informação relevante.

A incompletude de mercados torna improvável que a operação livre dos mercados, inclusive os financeiros, possa realmente produzir os resultados esperados pelos proponentes da liberalização.<sup>12</sup> Exceto se as expectativas forem racionais (ou seja, se a hipótese de expectativas racionais for proposta como empiricamente válida, e não apenas como instrumento analítico), a incompletude dos mercados fatalmente levará a previsões incorretas de preços futuros e a decisões ineficientes.<sup>13</sup>

A assimetria de informações também reduz a eficiência do sistema de preços na obtenção da alocação ótima de recursos. Como é amplamente conhecido, especialmente a partir dos trabalhos de J. Stiglitz, a assimetria de informações dá origem a fenômenos de risco moral (*moral hazard*) e seleção adversa, levando à redução do conteúdo informativo dos preços de mercado e, em consequência, gerando situações de racionamento. Além disso, sob informação assimétrica, emergem também problemas de representação, e dos incentivos para que essa representação seja feita de forma eficaz. Problemas conhecidos como de agente/principal, porém, envolvem a identificação e ava-

<sup>11</sup> Ver, por exemplo, o tratado clássico Debreu (1959).

<sup>12</sup> Conforme, por exemplo, Newbery (1989).

<sup>13</sup> Ver Newbery (1989, p. 220-221).

liação de incentivos a que agentes representem adequadamente o interesse do principal que também reduzem a eficiência de mercados livres.<sup>14</sup>

Essa linha de argumentação é usada para justificar a recomendação de cautela em quaisquer processos de liberalização, não apenas financeira, e, assim, da liberalização financeira internacional. Para Stiglitz, esses argumentos recomendam que se veja a intervenção do Estado na economia de forma mais benigna do que aquela que tem caracterizado a onda liberal que se espalhou pelo mundo nos anos 70.<sup>15</sup>

No que se refere especificamente ao movimento de capitais, essa corrente agrega um aspecto importante, que é a identificação de um tipo particular de externalidade a reduzir a eficácia da operação livre do mercado. Stiglitz aponta o fato de que “fluxos rápidos de capital para dentro ou para fora de um país causam amplas perturbações; eles geram o que economistas chamam ‘grandes externalidades’ – efeitos sobre outros, pessoas comuns, não envolvidos com esses fluxos de capital” (Stiglitz, 2001, p. 124). Quando há entradas excessivas, e a moeda doméstica do país tende a se valorizar, a redução de competitividade das empresas domésticas exerce um impacto mesmo sobre aquelas empresas que não receberam esses capitais. Do mesmo modo, quando há fugas de capitais, a solvência das empresas que tomaram empréstimos no exterior é ameaçada, mesmo que suas condições de operação não tenham mudado, simplesmente pelo fato de que a solvência externa depende do volume de reservas mantido pelo país.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Honohan e Stiglitz (2001) discutem as dificuldades envolvidas inclusive em definir as diversas relações relevantes entre agente e principal quando se trata de mercado financeiro doméstico, sugerindo que, nessas circunstâncias, formas mais intervencionistas de regulação podem ser superiores a instrumentos de mercado. A discussão de Honohan e Stiglitz se refere a problemas de regulação financeira doméstica, mas esses problemas são ainda mais intratáveis quando se têm em vista mercados financeiros internacionais.

<sup>15</sup> Stiglitz (1996) e Newbery (1989, p. 242), apesar de partirem de premissas semelhantes, chegam a conclusões menos favoráveis à intervenção pública.

<sup>16</sup> Este efeito pode ter sido verificado no Brasil em meados de 2002. Fugas de capital estimuladas pela piora de expectativas quanto ao futuro levaram a uma desvalorização de câmbio e à perda de reservas. Ambos os efeitos se combinaram para persuadir os credores externos de que a solvência das empresas brasileiras a quem emprestaram recursos pudesse ser ameaçada, senão domesticamente, pelo menos em termos de moeda estrangeira, que é o que lhes interessava. Assim, estas empresas foram pressionadas a liquidar suas dívidas, ou não conseguiram a rolagem de dívidas que esperavam. Porém, a validade desta hipótese sobre os acontecimentos de 2002 ainda está para ser estabelecida empiricamente.

A perspectiva liberalizante é criticada de forma ainda mais radical por autores que consideram a incerteza fundamental que cerca as decisões dos agentes em uma economia de mercado. Para essa escola, que se inspira em Keynes, o futuro é incerto porque é construído pela decisão livre dos agentes econômicos. Nesta abordagem, uma economia de mercado é marcada pela dependência de trajetória (*path dependency*) e não há mecanismos que a façam convergir para uma posição predeterminada, mesmo que essa posição de equilíbrio pudesse ser definida. Ações são orientadas por expectativas que apenas em parte são influenciadas por dados objetivos. Estados de confiança e *animal spirits* são igualmente importantes quando se trata de tomar decisões. Em mercados financeiros, as incertezas são ainda mais importantes na tomada de decisões, dado que, ao se negociarem ativos, negociam-se, na verdade, recompensas futuras, a serem usufruídas sob condições que também só se revelarão no futuro. A precariedade do conhecimento sobre o futuro abre espaço para uma imensa influência de variáveis subjetivas, como o estado de confiança, e para comportamentos que talvez fossem irracionais em outras circunstâncias.<sup>17</sup>

Nessa visão, mercados não podem ser eficientes para revelar uma realidade subjacente. Mercados podem ser eficientes para coordenar comportamentos, mas para tanto devem estar apoiados em regras e instituições que promovam a coordenação e canalizem as expectativas, limitando as possibilidades que o futuro abre de modo a diminuir a dispersão das expectativas. Nem sempre isso é possível, e controles e regulações têm de ser definidos para reforçar a coerência dessa economia. A incoerência e a crise são possibilidades sempre presentes<sup>18</sup> e a intervenção extramercado se faz necessária para conter as tendências iminentes à desagregação intrínsecas a economias de mercado e a mercados financeiros, em particular.

Não deve ser surpreendente, assim, que esta visão também favoreça a manutenção de controles de capital. Como mostra Davidson (1998), sob incerteza, um atributo muito importante de qualquer ativo é seu prêmio de liquidez, isto é, sua capacidade esperada de conversão em moeda, com va-

---

<sup>17</sup> A preferência pela liquidez e pelo comportamento convencional, ambos definidos por Keynes (1964), é exemplo destes comportamentos, cuja racionalidade só é reconhecível se nos lembramos que a concepção de mundo de Keynes se apóia na importância da incerteza não-probabilística no processo de tomada de decisões. O conceito de incerteza proposto por Keynes é explorado no Capítulo 12, "The state of long-term expectation." Ver também Keynes (1973). Sobre o conceito de incerteza proposto por Keynes, ver Carvalho (1988).

<sup>18</sup> Conforme Minsky (1980) e Kregel (1980).

riações limitadas de valor, se e quando sua venda for necessária. Um ativo é tanto mais líquido quanto mais firme for a expectativa de que poderá ser vendido em um mercado secundário a um preço fixado dentro de um intervalo previsível. Este atributo do mercado, seu grau de ordenação (*orderliness*), depende de esse mercado não estar sujeito a variações bruscas e dramáticas de oferta e demanda. Em mercados domésticos, isso é garantido pela existência de *market-makers*. Em transações internacionais, envolvendo diferentes moedas, a ordenação dos mercados seria obtida pela imposição de controles de capital:

*O uso judicioso de controles de capital pode promover a eficiência ao restringir qualquer mudança súbita na demanda por liquidez que afetasse adversamente a economia real. (...) A função dos controles de capital é impedir que mudanças no balanço entre ursos e touros<sup>19</sup> atropelem os market-makers e induzam mudanças rápidas nas tendências de preços [dos ativos] pois tal volatilidade pode ter consequências reais devastadoras. (Davidson, 1998)*

Como a incerteza do futuro pode ter profundos impactos reais, prejudicando, em particular, decisões que exigem um comprometimento maior de empresários, como a decisão de investir em ativos reais, por exemplo, uma sociedade se defende contra ela também por meio da ação de política econômica do governo. Na verdade, Keynes tornou-se particularmente conhecido por sua visão ativista do papel do governo em uma economia de mercado em função de sua preocupação com o que chamava de efeitos adversos “das negras forças da ignorância”.<sup>20</sup> Nessas condições, a liberdade de um país em implementar no momento adequado as políticas que julgasse necessárias para fazer frente às dificuldades que viesse a enfrentar era de grande valor. Em particular, Keynes preocupou-se com os limites que um governo pudesse enfrentar para promover políticas de pleno emprego que implicassem menores taxas domésticas de juros e expansão de

<sup>19</sup> Ursos são os agentes de mercado que esperam que o preço do ativo de que se trata caia no futuro, colocando-o à venda no presente, com o que efetivamente pressionam seu preço para baixo. Touros são os agentes que possuem a expectativa oposta, de que os preços do ativo subirão no futuro e tentam comprá-lo no presente, em antecipação a um ganho de capital. Quando os ursos predominarem, o mercado estará em baixa; quando os touros predominarem, o mercado estará em alta.

<sup>20</sup> Para uma discussão do papel da política econômica para Keynes, ver Carvalho (1997).

gastos públicos. Controles de capital foram propostos por Keynes para dar a um país a autonomia para adotar as políticas de juros que fossem necessárias. Esse foi o princípio que o levou a insistir na inclusão do direito, ou mesmo a obrigação, de um país adotar controles de capitais quando tivessem problemas na conta de capitais nos estatutos do FMI, na conferência de Bretton Woods. Em suas palavras:

*Compartilho da visão de que o controle de movimentos de capital, tanto para dentro quanto para fora, deve ser um traço permanente do sistema do pós-guerra – pelo menos no que nos concerne. (...) A meu ver, toda a administração da economia doméstica depende da liberdade de se ter a taxa de juros apropriada sem referência às taxas prevalecentes em outros lugares do mundo (Moggridge, 1980, p. 86 e 149).*

Na verdade, embora a preocupação central de Keynes fosse com a liberdade de se adotarem políticas monetárias expansionistas no sistema de câmbio fixo-ajustável que se criou em Bretton Woods (em contraste com o sistema anterior de taxas fixas, o padrão-ouro), também os desequilíbrios causados pelo excesso de entradas de capitais deveriam ser evitados pelos controles:

*Não há país que possa, no futuro, permitir com segurança a fuga de fundos por questões políticas ou para evadir-se aos impostos domésticos ou na expectativa de o proprietário tornar-se um refugiado. Igualmente, não há país que possa com segurança receber fundos fugitivos, que constituam uma importação indesejada de capital, que não possa ser usada com segurança para investimentos fixos (Moggridge), 1980, p. 185).*

Isolar uma economia de choques externos e dar autonomia para a política econômica doméstica se tornarão as duas principais metas a serem propiciadas pela existência de controles de capital. A segunda meta se contrapõe diretamente a uma das vantagens apontadas pelos defensores da liberalização, que consiste exatamente na redução dessa autonomia, submetendo, ao contrário, o processo de decisão de política econômica doméstica à disciplina de mercado. A autonomia da política doméstica seria reduzida porque os detentores de riqueza poderiam opor-se a qualquer medida, sim-

plesmente transferindo seu capital para outro lugar. Assim, defensores e críticos dos controles de capital concordam em um ponto decisivo: controles de capital dão autonomia à decisão política local. O que os opõe é o julgamento da desejabilidade desse resultado. Especialmente quando referido a países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento, o julgamento implícito no argumento em prol da remoção de controles é o de que a autonomia dada por estes seria usada de forma irresponsável e que, portanto, o bem-estar dessas mesmas economias seria maior em uma situação em que o mercado fosse capaz de impedir *aventuras* políticas.<sup>21</sup>

Em suma, o debate central sobre controles de capital reproduz de forma quase imediata os temas centrais do debate macroeconômico mais geral, que se desenrola pelo menos desde a publicação original da *Teoria Geral* de Keynes, em 1936.

### Outros debates em torno a controles de capitais

Debates menos fundamentais, do ponto de vista teórico, discriminam tipos de fluxo de capitais de acordo com sua natureza, origem ou maturidade esperada. Assim, atualmente, mesmo os defensores de controles de capitais tendem a excluir de sua incidência investimentos diretos. Estes, mesmo quando não impliquem a instalação de novas unidades produtivas no país receptor, são considerados pela maioria dos analistas como um influxo efetivo de poupança externa e, portanto, como uma contribuição ao crescimento da economia receptora. Por outro lado, mesmo do ponto de vista do balanço de pagamentos, tais capitais são considerados “de qualidade superior”, já que, dada sua dificuldade de saída, estes investimentos teriam de ser feitos com uma perspectiva temporal mais longa.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> Para aqueles que propõem que em economias de mercado existe apenas uma posição de equilíbrio, para a qual a economia converge inexoravelmente, qualquer política econômica é inócua ou danosa. Se a política apenas confirmar o movimento rumo ao equilíbrio, será inócua; se ela se contrapuser à tendência à posição de equilíbrio, distorcerá incentivos e causará danos à economia. Este é o raciocínio que fundamenta os chamados teoremas de ineficácia de política que proliferaram nos anos 80.

<sup>22</sup> A avaliação dos analistas nem sempre foi tão favorável a investimentos externos. Países como o Japão, por exemplo, no período de alto crescimento, exibiam preferência por empréstimos em vez de investimentos porque estes traziam consigo a desnacionalização das empresas domésticas, ao contrário dos empréstimos, que não estabeleciam conexões permanentes entre investidores externos e a economia local. Por outro lado, como observou Kregel (1996), investimentos diretos podem ser mais voláteis do que se imagina.

Mesmo a liberdade de capitais de curto prazo, na qual é maior a presença de movimentos puramente especulativos, é vista como defensável por alguns, seja porque se assume uma visão solidária entre os vários tipos de aplicadores internacionais (sustentando a hipótese de que uma ameaça a uma classe de aplicadores é vista como um prenúncio de uma ameaça a todos), seja porque se supõe que, na prática, seja muito difícil ou mesmo impossível estabelecer distinções significativas entre os tipos de capital, de forma a bloquear apenas aqueles cujo impacto seja julgado negativo.

Nesses tipos de debate, o que está em jogo não é a possibilidade de controles de capitais isolarem a economia de choques externos ou de dar autonomia às decisões políticas econômicas, mas a de influenciar a estrutura dos fluxos de entrada ou saída de capitais de uma economia.

Esses debates exploram facetas particulares dos controles ou sua eficácia na persecução de metas mais específicas que uma sociedade se coloque em um determinado momento. Explorar suas implicações em abstrato não é particularmente produtivo e, por esta razão, não o faremos neste capítulo, mas em outro capítulo deste livro, já referido antes.

### **Controles de capital e regimes de câmbio**

Um último, porém muito importante, argumento é o de que a implantação de um regime de taxas de câmbio flutuante torna desnecessários os controles de capital, já que tentativas de fuga ou de entrada excessivas implicariam movimentos das taxas de câmbio capazes de, por si mesmos, eliminar os incentivos que deram origem a tais fluxos.

É sabido que liberdade de movimentos de capitais é incompatível com sistemas de câmbio fixo. O arsenal de modelos de crise cambial hoje disponível, com várias “gerações” de modelos estilizando características importantes dos mercados de câmbio modernos, é amplamente conhecido. No entanto, a liberdade de fluxos de capitais pode também ser incompatível com a manutenção de um regime de taxas flutuantes.

Supor que câmbio flutuante possa ser um substituto perfeito para controles de capital ignora dois elementos essenciais. Por um lado, a eficiência da flutuação cambial em deter ou desacelerar movimentos de capital repousa na suposição de que a moeda local poderia se (des)valorizar livremente, sob pressão da oferta e demanda de divisas sem gerar qualquer impacto desorganizador significativo sobre a economia interna. Assim, por exemplo, diante de um forte movimento de saída de capitais, o valor da moeda local

poderia ser reduzido até o ponto que seja necessário para desestimular essas saídas, qualquer que seja esse valor. Esse raciocínio se apóia em pelo menos dois supostos extremamente frágeis: primeiro, o de que a variação do valor da moeda local não sirva para alimentar expectativas adversas nos residentes nessa economia de modo a evitar induzir comportamentos destrutivos; segundo, que o sistema de preços doméstico seja suficientemente flexível para que o impacto da desvalorização se esgote em realocação de recursos, sem qualquer impacto sobre o valor total do produto e do emprego (em outras palavras, que o efeito substituição predomine sobre qualquer efeito renda ou riqueza resultantes da desvalorização). O primeiro suposto ignora que a taxa de câmbio, especialmente em economias em desenvolvimento, não é apenas mais um preço comum, mas um importante sinalizador para grande parte dos agentes, residentes ou não, da própria saúde global da economia. O segundo despreza vários fatores, como o grau de rigidez efetiva do sistema de preços doméstico, e as dificuldades de ajustamento da estrutura produtiva mesmo aos ajustes de preços relativos que tenham lugar. Ainda mais importante, uma desvalorização cambial pode não induzir substituição alguma se os bens importados não puderem ser substituídos e sua demanda, portanto, for preço-inelástica. Neste caso, predominarão efeitos-renda, pelo menos durante períodos de transição, cuja duração pode ser difícil de ser definida *a priori*. Mais importantes, porém, são os efeitos-riqueza, no caso, os impactos de uma desvalorização cambial sobre a situação patrimonial dos tomadores de recursos externos (por exemplo, as empresas que se financiam no exterior).<sup>23</sup> Uma desvalorização significativa da moeda local pode ser favorável a empresas exportadoras, mas seu impacto sobre o balanço das empresas endividadas externamente (ou sobre o balanço dos bancos que possam ter intermediado esses empréstimos) pode ser extremamente destrutivo.

Regimes cambiais de taxas flutuantes não impedem, por si mesmos, a ocorrência de episódios onde estas taxas podem alcançar níveis excessivamente altos, como mostrou o caso brasileiro em 2002. Mas mesmo flutuações de menor intensidade podem ser suficientemente problemáticas para a operação interna da economia, já que a volatilidade cambial reduz a previsibilidade dos custos financeiros de operação das empresas, aumentando a

---

<sup>23</sup> Esse tipo de impacto de uma desvalorização cambial sobre a situação das empresas foi apontado por alguns autores como o maior responsável pela profundidade da crise vivida por países como a Coréia em 1998. Ver, por exemplo, Kregel (1998).

incerteza e reduzindo os incentivos ao investimento. O livre movimento de capitais, assim, mesmo que eventualmente revertido em função de variações na taxa de câmbio, gera, como subproduto do próprio processo de ajuste, desequilíbrios potencialmente significativos. A livre movimentação de capitais aumenta a volatilidade cambial em um sistema de câmbio flutuante.<sup>24</sup> Em consequência, o custo de capital tende a subir com a volatilidade, tornando o câmbio flutuante uma alternativa inferior aos controles de capitais, cujo papel, deve-se ter em mente, não é eliminar a possibilidade de ajustes cambiais justificáveis por variações nas condições de operação da economia, mas eliminar precisamente os mecanismos que dão origem àquela volatilidade.<sup>25</sup>

Se o efeito substituição não opera – ou não opera com suficiente rapidez –, há problemas de histerese derivados de variações cambiais, especialmente de desvalorização da moeda local. Se importações são dificilmente substituíveis, uma desvalorização cambial pressionará os preços domésticos, gerando pressões inflacionárias. O impacto doméstico pode ser ainda maior caso essas pressões levem, como seria de se esperar, a reações de política econômica que transmitam seus efeitos para o resto da economia.<sup>26</sup> Note que o problema central não é o de gerar a reação da política econômica, mas permitir que movimentos de capitais criem a situação em que a intervenção ocorra. De qualquer forma, a política monetária restritiva tende a agravar os efeitos renda (e riqueza, pelo impacto das altas de juros sobre a situação patrimonial das empresas) gerados pela própria desvalorização.

Finalmente, cabe lembrar que os pontos até aqui levantados ainda repousam sobre uma hipótese, que pode ser otimista, de que os desequilíbrios criados pelo livre movimento de capitais sejam passageiros. Dada a importância da taxa de câmbio como sinalizadora das condições gerais de operação da economia, variações cambiais podem se tornar cumulativas em vez

---

<sup>24</sup> Embora, em tese, mudanças na volatilidade cambial sejam independentes da tendência da taxa de câmbio, no Brasil, volatilidade e tendência da taxa de câmbio têm crescido juntas. Ver Sicsú (2002).

<sup>25</sup> O próprio sistema criado em Bretton Woods não se destinava a impedir mudanças nas taxas de câmbio, mas, sim, de ordená-las. Por isso mesmo, o referido sistema não era de “taxas fixas de câmbio”, mas de “taxas fixas, mas ajustáveis, de câmbio”.

<sup>26</sup> Entre estas reações podem figurar, por exemplo, tentativas como a do Banco Central do Brasil de combater os impactos inflacionários de uma desvalorização cambial por meio da elevação da taxa de juros. Ver Sicsú (2002).

de autocorretivas se induzirem uma deterioração significativa das expectativas do público.<sup>27</sup>

Em suma, câmbio flutuante pode ser funcional para acelerar ajustes da economia a variações no seu contexto de operação. No entanto, seu papel como substituto de controles de capital é extremamente limitado. Na verdade, é difícil mesmo ver como um sistema de câmbio flutuante pode sobreviver na ausência de controles de capital que sobrecarreguem sua capacidade de ajustar preços eficientemente.

#### 1.4 O DEBATE EMPÍRICO SOBRE O DESEMPENHO DOS CONTROLES DE CAPITAIS

Duas dificuldades afetam a eficácia de testes empíricos em tentar responder às questões colocadas no debate teórico sobre a desejabilidade de controles de capitais. Por um lado, como é amplamente reconhecido, não há uma medida aceita do grau de controle efetivamente praticado em cada economia. Em segundo, embora a teoria econômica dos controles de capitais privilegie o exame de seu impacto sobre a eficiência da economia, nenhum instrumento de controle é adotado com objetivos tão abstratos em mente. Ao contrário, controles foram, e são, implementados para alcançar objetivos bem definidos, ainda que frequentemente múltiplos.

A primeira dificuldade resulta da natureza da informação disponível sobre controles. A informação mais completa, e mais utilizada, é gerada pelo FMI em seu levantamento anual intitulado *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Esse relatório lista os instrumentos utilizados em cada um dos países-membros. Apesar de muito detalhado, esse tipo de informação não é necessariamente a mais adequada à realização de qualquer teste empírico de eficácia de controles. Por um lado, a existência de um controle não informa sobre a efetividade de seu uso. Alguns países mantêm controles em sua legislação por precaução com relação a al-

<sup>27</sup> A preocupação aqui apontada é semelhante à de Keynes, no Capítulo 19 da *Teoria Geral*, com os efeitos de uma redução dos salários monetários sobre o nível de produto da economia. Se uma baixa de salários é vista como um elemento final de um processo de ajuste, seu efeito poderá ser benigno sobre as decisões dos empresários. Se, em contraste, ela for interpretada como um sinal de queda posterior, a situação certamente se deteriorará ainda mais, pois os empresários deixarão de empregar, esperando a nova queda de salários, reduzindo ainda mais a demanda efetiva. Mecanismo similar pode se dar com qualquer preço, inclusive a taxa de câmbio, gerando desequilíbrios cumulativos em vez de autocorretivos.

guma futura necessidade, mais do que pela disposição em realmente colocá-los em operação. Em outros casos, mesmo que haja a disposição de aplicar controles, pode faltar a capacidade administrativa para fazê-lo. Na medida em que os administradores de controles sejam vulneráveis a subornos, a efetividade dos controles também deve diminuir. Por outro lado, a listagem de controles não esclarece qual a hierarquia existente entre eles. Certos instrumentos nada mais são que detalhes de um instrumento maior, enquanto outros são em si decisivos. O número de controles em si mesmo não é uma medida adequada da extensão em que o movimento de capitais é efetivamente restringido.

Seja como for, essa é a única fonte disponível de informações disponíveis para um número amplo de países por períodos mais extensos de tempo. Muitos estudos estão baseados nesse levantamento, ainda que reconhecendo suas limitações. A medida utilizada para a extensão em que controles de capital são implementados é o número de instrumentos utilizados por país. Exceção a este tratamento é Quinn (1997), que tentou extrair do levantamento informações a respeito da intensidade dos controles, e não apenas de sua existência. Em três ocasiões o levantamento feito pelo Fundo trouxe informações adicionais sobre os controles utilizados, que Quinn utilizou para construir uma escala de intensidade de aplicação de controles, combinando índices a respeito de controles específicos para criar uma medida geral de controle com dois graus intermediários entre o extremo de liberdade de movimentos e o extremo de controle. Embora muito utilizado, o indicador de Quinn envolve um elevado grau de subjetividade e sua aceitação parece se dever mais à ausência de alternativas do que a seus méritos intrínsecos.

Autores descontentes com a natureza qualitativa da informação gerada pelo FMI sugerem uma medida alternativa baseada nos fluxos efetivos de capital. Em outras palavras, tenta-se usar os próprios fluxos de capital efetivos como *proxy* para a intensidade de controles. Esse indicador oferece a vantagem de ser quantitativo, facilitando a realização de testes empíricos, mas é altamente discutível se ele pode ser usado para demonstrar qualquer proposição a respeito do impacto de controles. Muitas críticas são feitas, dentre as quais a de que o que esses testes mostram é a relação entre capitais externos e a variável de resultado, não entre controles de capital e o resultado. Em poucos, se algum, casos controles são implementados para impedir qualquer fluxo de capitais. Na maioria dos casos, pretende-se impedir certos fluxos, tidos como indesejáveis, mas manter ou estimular outros. A simples verificação de fluxos efetivos não permite avaliar, então, o sucesso

de controles. Casos como o da China, em que um grande volume de capital externo é absorvido, ainda que controles sejam adotados extensivamente, mostra como um indicador deste tipo é de pouca valia para o ponto em questão. Por outro lado, fluxos de capital são, em grande medida, endógenos, dependendo de muitas das variáveis que podem explicar a própria adoção de controles. A ambigüidade na relação de causalidade envolvida reduz muito a eficácia dos testes baseados nesse indicador.

A segunda dificuldade mencionada no início desta seção é a escolha da variável relevante para medir a eficiência dos controles. Como observado, nenhum país adota controles com vistas a objetivos tão genéricos e abstratos quanto aumentar a eficiência da economia. Controles são implementados para estabilizar a taxa de câmbio, ou para discriminar entre fluxos desejáveis e indesejáveis de capitais, ou para permitir a implementação de políticas nacionais de juros autônomas, ou para deter saídas de capital em meio a uma crise de balanço de pagamentos, ou para proteger certos setores da economia etc. Com frequência, na verdade, os objetivos são múltiplos, e a centralidade de um objetivo ou outro pode depender do período específico em foco.

O tema da eficiência macroeconômica dos controles se coloca, contudo, a partir de uma questão central: há alguma relação entre a adoção de controles de capitais e a capacidade da economia de utilizar seus recursos? Ou, em termos mais interessantes para países em desenvolvimento: há alguma relação entre a adoção de controles de capitais e crescimento econômico?

A existência de uma relação, positiva ou negativa, entre controles e crescimento ocupa uma grande parte da literatura sobre o tema e é a que nos interessa nesta *survey*.<sup>28</sup> Ao final da década passada, a iniciativa do FMI em promover a conversibilidade da conta de capital nos países-membros reavivou o interesse nela e deu origem a um volume de estudos cujas conclusões mais importantes vale a pena repassar aqui.

Um dos estudos mais influentes desse período é de Rodrik (1998). Rodrik investiga a relação entre liberalização da conta de capitais e crescimento econômico valendo-se do levantamento feito pelo FMI. Seu “indicador de liberalização da conta de capitais é a proporção de anos entre 1975 e 1989 durante os quais a conta de capitais estava livre de restrições”. São in-

---

<sup>28</sup> A eficiência de controles na persecução de objetivos mais específicos, como aqueles citados ao longo deste capítulo, é objeto do outro capítulo de nossa autoria neste livro.

cluídos quase cem países. As variáveis de controle consideradas por Rodrik são PIB *per capita* no início do período, matrículas em ensino secundário no início do período, índice de qualidade de instituições de governo e *dummies* regionais. A conclusão de Rodrik é sumariada por ele mesmo:

*Os dados não oferecem nenhuma evidência de que países sem controles de capitais tenham crescido mais rapidamente, investido mais, ou experimentado inflação menor. Controles de capital são essencialmente não-correlacionados com o desempenho econômico no longo termo, uma vez que controlemos outros determinantes (Rodrik, 1998, p. 61).*

Essa conclusão se opõe à de Quinn (1997), valendo-se dos indicadores que construiu de intensidade de controles, em que se obtém o resultado de que a liberalização favoreceu o crescimento. No entanto, como observam Edison, Klein, Ricci e Slok (2002), em trabalho contendo detalhado exame dos testes empíricos precedentes sobre a relação liberalização/crescimento, os resultados de Quinn são dominados pelo que ocorreu com os países da OECD. Esses autores, utilizando o indicador de liberalização de Quinn, concluem que o efeito positivo da liberalização foi maior nos países em desenvolvimento que nos desenvolvidos, mas que esse resultado se deve principalmente aos países do Leste Asiático, que cresceram rapidamente no período, ao mesmo tempo que promoveram a liberalização de suas contas de capital. Em outro estudo, Edison, Levine, Ricci e Slok (2002) examinam a relação entre as duas medidas de controles de capital, a proveniente do levantamento do FMI e a dos fluxos de capital, concluindo que há uma alta correlação entre elas. Assim, os resultados a respeito do impacto da liberalização sobre a eficiência e o crescimento da economia não deveriam variar substancialmente conforme o indicador de liberalização utilizado. A conclusão dos testes de Edison, Levine, Ricci e Slok (2002) vai na mesma direção de Rodrik (1998). Depois de examinar várias possibilidades de relação entre liberalização e crescimento, com diferentes conjuntos de variáveis de controle, os autores concluem que:

*nós interpretamos os resultados econométricos como não rejeitando fortemente a hipótese nula de inexistência de relação estatística entre a integração financeira internacional e o crescimento econômico (Edison, Levine, Ricci e Slok, 2002, p. 20).*

Acrescentar hipóteses mais complexas, variáveis de controle e testes mais sofisticados não mudou a conclusão original:

*Em suma, nós interpretamos os resultados (...) como não rejeitando a visão de que a integração financeira internacional não se relaciona com o crescimento econômico, mesmo quando se permite que esta relação varie sob a influência de diferentes condições econômicas, como as medidas pelo PIB e pelo nível educacional (op. cit., p. 21).*

Os autores também não detectam influência da liberalização quando há desenvolvimento financeiro, desenvolvimento institucional, ou se adotam “políticas macroeconômicas sadias”. Esses resultados são de especial interesse porque as pesquisas em que foram gerados foram realizadas no âmbito do próprio Fundo, o mais ativo e importante proponente da liberalização da conta de capitais.

Os resultados dessas pesquisas permitem, no máximo, um certo grau de agnosticismo com relação aos ganhos a se esperar da liberalização financeira. A inadequação das medidas disponíveis não permite estabelecer julgamentos definitivos em qualquer das duas direções, seja de mais controles, seja de crescente liberalização.

## 1.5 CONCLUSÃO

Controles de capitais foram objeto de intensa e permanente crítica na década de 1990. Alegou-se que controles distorciam a alocação internacional de capitais, impedindo que países em desenvolvimento pudessem se beneficiar da exportação de poupança dos países desenvolvidos. Por essa razão, países mais pobres investiam menos do que poderiam e perdiam a chance de acelerar seu crescimento econômico e a melhoria das condições de vida de suas populações.

O que se procurou mostrar neste capítulo é que esse argumento é especioso em teoria, e, na melhor das hipóteses, ainda está para ser provado empiricamente. O argumento teórico apóia-se na noção de que mercados financeiros internacionais são eficientes e, por isso, na ausência de controles, os capitais seriam alocados internacionalmente tanto quanto domesticamente da melhor forma possível. Esta visão foi criticada a partir de dois pontos de vista: o primeiro baseado na noção de informa-

ção assimétrica e o segundo na de incerteza keynesiana. Em ambos, ressalta a conclusão de que nada garante que a liberalização da conta de capitais aumente a eficiência com que as economias em desenvolvimento operam, podendo, ao contrário, acabar por expô-las a mais choques do que podem absorver sem perda excessiva de renda. Por outro lado, mostrou-se que, apesar da precariedade da base de dados em que os estudos empíricos sobre a relação liberalização/crescimento se apóiam, as evidências são muito menos favoráveis à remoção de controles do que seus proponentes fazem crer.

## REFERÊNCIAS

- Carvalho, F. C. "Keynes on probability, uncertainty and decision-making". *Journal of Post Keynesian Economics*, 11 (1), outono 1988.
- \_\_\_\_\_. "Economic policies for monetary economies". *Revista de Economia Política*, 17 (4), out./dez. 1997.
- Cooper, R. "Should capital controls be banished?". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1999: 1.
- Davidson, P. *The case for regulating international capital flows*, trabalho apresentado no Seminário sobre a Regulação dos Movimentos de Capitais, Social Market Foundation, Londres, 17/11/1998.
- Debreu, G. *Theory of Value*. New Haven: Yale University Press, 1959.
- Dornbusch, R. "Capital controls: an idea whose time is past". *Essays in International Finance*, Princeton, n. 207, 1998.
- Edison, H.; Klein, M.; Ricci, L.; Slok, T. *Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis*, IMF, WP/02/120.
- \_\_\_\_\_. Levine, R.; Ricci, L.; Slok, T. *International financial integration and economic growth*, IMF, WP/02/145, 2002.
- Fischer, S. "Capital account liberalization and the role of the IMF". *Essays in International Finance*, Princeton, n. 207, 1998.
- Honohan, P. Stiglitz, J. "Robust financial restraint". In: Caprio, G.; Honohan, P.; Stiglitz, J. (Orgs.). *Financial Liberalization. How Far, How Fast?*; Cambridge: Cambridge University Press, 2001.
- International Monetary Fund. *The adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*. IMF, Occasional Paper 126, 1995.
- Jomo, K.S. "Capital Controls" disponível em [www.nber.org/~confer/2001/malaysia/jomo.pdf](http://www.nber.org/~confer/2001/malaysia/jomo.pdf), acessado em 2001.
- Johnston, N.; Tamirisa; R. B. *Why do countries use capital controls?* IMF, WP/98/181, 1998.
- Keynes, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Nova York: Harcourt, Brace, Jovanovich, 1964.

- Keynes, J. M. "The general theory of employment". In: Moggridge, D. (Ed.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Londres: MacMillan, 1973, v. 14
- Kregel, J. "Markets and institutions as features of a capitalistic production system". *Journal of Post Keynesian Economics*, 3 (1), outono 1980.
- \_\_\_\_\_. "Some risks and implications of financial globalization for national policy autonomy". *Unctad Review*, 1996.
- \_\_\_\_\_. "Yes, 'It' did happen again – A Minsky crisis happened in Asia". Working Paper 235, *Jerome Levy Institute*, 1998.
- Minsky, H. "Money, financial markets, and the coherence of a market economy". *Journal of Post Keynesian Economics*, 3 (1), outono 1980.
- Moggridge, D. (Org.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Londres: MacMillan, 1980. v. 25
- Neely, C. "An introduction to capital controls". *St Louis Federal Reserve Bank Review*, 81 (6), nov./dez. 1999.
- Newbery, D. "Missing markets: consequences and remedies". In: Hahn, F. (Org.). *The Economics of Missing Markets, Information and Games*. Oxford: Oxford University Press, 1989.
- Quinn, D. "The correlates of change in international financial regulation". *American Political Science Review*, 91 (3), setembro 1997.
- Rodrik, D. "Who needs capital-account convertibility?". *Essays in International Finance*, Princeton, n. 207, 1998.
- \_\_\_\_\_; Rodriguez, F. "Trade policy and economic growth: a skeptic's guide to the cross-national evidence". Disponível em [www.ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/skepti1299.pdf](http://www.ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/skepti1299.pdf), acessado em 2000.
- Rogoff, K. "Managing the World Economy". *The Economist*, 3/8/2002.
- Sicsú, J. "Volatilidade cambial e taxa de juros no Brasil". *Revista de Economia Política*, 22 (3), 2002.
- Stiglitz, J. *Whither Socialism?* Cambridge: MIT Press, 1996.
- \_\_\_\_\_. *Globalization and its discontents*. Nova York: Norton, 2001.
- Wyplosz, C. "Financial restraints and liberalization in postwar Europe". In: Caprio, G.; Honohan, P.; Stiglitz, J. (Orgs.). *Financial Liberalization, How Far, How Fast*. Cambridge: Cambridge University Press, 2001.