

RODRIGO CARDOSO DE LIMA E SILVA

CONTROLE DE CAPITAIS: UMA IDÉIA DO PASSADO?

Monografia apresentada à disciplina de Monografia como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado

CURITIBA

2008

TERMO DE APROVAÇÃO

RODRIGO CARDOSO DE LIMA E SILVA

CONTROLE DE CAPITAIS: UMA IDÉIA DO PASSADO?

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel no curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora.

Orientador:



Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



Prof. Dr. Luiz Vamberto de Santana
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Curitiba, 20 de Novembro de 2008

Os controles de capital constituíram-se no único elemento que funcionou mais ou menos segundo o planejado. Hoje, com sua visão influenciada pelo alto grau de interdependência dos mercados financeiros do final do século XX, os analistas mostram-se céticos em relação à viabilidade de implementação de tais medidas.

Barry Eichengreen

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 – MODELO DE FLUXO DE MOEDAS METÁLICAS.....	21
GRÁFICO 1 – CHILE – TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (%).....	34
GRÁFICO 2 – CHILE – TAXA DE CÂMBIO REAL (BASE 1993-ABR=100)	35
GRÁFICO 3 – CHILE – RESERVAS INTERNACIONAIS (MILHÕES US\$)	35
GRÁFICO 4 – CHILE – TAXA DE INFLAÇÃO (%).....	36
GRÁFICO 5 – CHINA – TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (%)	38
GRÁFICO 6 – CHINA – TAXA DE INFLAÇÃO (%)	39
GRÁFICO 7 – CHINA – INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO (MILHÕES US\$).....	40
GRÁFICO 8 – CHINA – RESERVAS INTERNACIONAIS (MILHÕES US\$).....	41
GRÁFICO 9 – ÍNDIA – TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (%).....	43
GRÁFICO 10 – ÍNDIA – TAXA DE INFLAÇÃO (%).....	44
GRÁFICO 11 – ÍNDIA – INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO (MILHÕES US\$).....	46
GRÁFICO 12 – MALÁSIA – TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (%).....	48
GRÁFICO 13 – MALÁSIA – TAXA DE INFLAÇÃO (%).....	49
GRÁFICO 14 – MALÁSIA – INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO (MILHÕES US\$).....	50

RESUMO

Após a segunda guerra mundial o uso de controles sobre os fluxos de capitais era amplamente utilizado e aceito pelos países. Entretanto, o processo de liberalização econômica iniciada nos anos 1970, passou-se a retirar as restrições sobre a conta de capitais. O resultado disso foi uma maior integração econômica entre os países, em um processo sem precedentes denominado de globalização. No final dos anos 1990, países emergentes que optaram pela liberalização foram vítimas de uma maciça fuga de capitais que desestabilizou suas economias. Isto levou a muitos economistas como Joseph Stiglitz e Dani Rodrik, a pregarem a volta de controles sobre os fluxos de capitais. Todavia economistas adeptos dos livres mercados afirmam que no contexto de globalização e dinamismo dos mercados financeiros tornar-se-ia impossível controlar os fluxos, relegando o mesmo a ser instrumento apresentado nos livros de história econômica. Neste sentido, o presente trabalho busca responder se ainda é possível discutir e mesmo cogitar o uso de controles de capitais. Para tanto será apresentado o debate acadêmico, o papel de controle de capitais ao longo da história do sistema monetário internacional e por fim o estudo do caso de alguns países que utilizam controles ainda hoje.

Palavras - chave: Controle de capitais. Sistema monetário internacional. Estudo de caso

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 CONTROLE DE CAPITAIS: ANÁLISE TEÓRICA	3
2.1 ABORDAGEM DO CONCEITO.....	3
2.1.1 Definição	3
2.1.2 Classificação	5
2.2 O DEBATE ENTRE OS ECONOMISTAS	8
2.2.1 Defensores dos livres fluxos	8
2.2.2 Defensores dos controles.....	11
2.2.2.1 Brasileiros defensores de controles	16
3 CONTROLE DE CAPITAIS E O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL	18
3.1 O PADRÃO OURO.....	18
3.2 BRETTON WOODS	23
3.3 PÓS-BRETTON WOODS	25
4 EVIDÊNCIAS SOBRE OS FLUXOS DE CAPITAIS	29
4.1 LIBERALIZAÇÃO, CONTROLES E CRESCIMENTO: UMA ABORDAGEM EMPÍRICA.....	29
4.2 CONTROLANDO CAPITAS NA ECONOMIA CONTEMPORÂNEA: UM ESTUDO DE CASO	31
4.2.1 Chile	31
4.2.2 China.....	36
4.2.3 Índia	40
4.2.4 Malásia.....	46
5 CONCLUSÕES	50
REFERÊNCIAS	51

1 INTRODUÇÃO

Ao observarmos as economias dos países do mundo, é notável a existência de um objetivo comum para todas, a saber, a promoção do emprego, crescimento econômico e estabilidade do nível de preços. Estes pontos são denominados pelos economistas como a “estabilidade macroeconômica”. Mas, apesar da clareza do objetivo, torná-lo realidade não é tão simples e consensual, sendo esta, uma das principais questões da ciência econômica. Nos círculos acadêmicos e políticos são intensamente discutidos que meios utilizar para alcançar os referidos fins. É nesse contexto que os chamados controles sobre os fluxos de capitais surgem como um dos instrumentos indutores da estabilidade macroeconômica.

Uma corrente de economistas acredita que os indivíduos em busca de seus interesses individuais conduziram toda economia a melhor alocação dos recursos, ou seja, as forças de mercado levariam a economia ao seu ponto ótimo¹. Agentes econômicos e seus recursos buscariam os investimentos que proporcionassem maior retorno, levando capital aos setores mais necessitados e conduzindo a economia ao equilíbrio. Baseado neste raciocínio, este grupo de pensadores defende livres fluxos de comércio e recursos financeiros entre as nações. De maneira análoga, os recursos fluiriam dos países mais ricos para os mais pobres, com maior taxa de retorno, o que levaria a economia mundial ao equilíbrio e uma maior quantidade de bens disponível para todos. Figuram entre os principais representantes Adam Smith e David Ricardo, e mais recentemente nomes como Milton Friedman e Stanley Fisher, entre outros.

Entretanto, uma segunda via de pensamento alega que devido às incertezas inerentes aos agentes, entradas e saídas rápidas de capitais dos países gerariam uma instabilidade nas variáveis macroeconômicas dos países, o que afetaria a busca da estabilidade macroeconômica, tendo assim mais efeitos negativos do que positivos. Isto posto, é proposta adoção de restrições a mobilidade de capitais entre os países, o que levaria a uma maior estabilidade às variáveis macroeconômicas e possibilitaria um ambiente favorável ao desenvolvimento. Como seus ilustres representantes temos John M. Keynes, Paul Davidson, Joseph Stiglitz, entre outros.

¹ O conceito de ponto ótimo é no sentido de Pareto, este diz que para um indivíduo melhorar sua posição algum outro deverá piorar.

No período entre 1944 e a década de 1970, posterior a segunda guerra mundial, foi amplamente utilizado e aceito pelos países controles sobre os fluxos de capitais. Estes visam a obtenção de estabilidade das moedas e manter o equilíbrio do balanço de pagamentos. Todavia, a partir dos anos 1980, com o advento de políticas liberalizantes, o mundo vem buscando uma maior integração entre as economias. Os principais aspectos deste processo são a redução de barreiras comerciais e os livres fluxos de capitais. Conjugado-se a isso a falência do sistema comunista e o avanço tecnológico nas operações financeiras e nas comunicações. Permitindo desta forma uma integração sem precedentes na história, que ficou conhecida como globalização.

Entretanto, a grande fuga de capitais imposta aos países emergentes no fim da década de 1990, gerando instabilidade nestas economias, colocou a possibilidade de retorno aos controles. Mas segundo os proponentes da nova onda liberal, o dinamismo adquirido pela economia global, praticamente impossibilitaria que medidas de controles de capitais fossem utilizadas, como ocorria no passado. A frase em epígrafe expressa esse sentimento. Nesse contexto emerge a questão: será que o uso de controle de capitais havia entrado para história, sendo agora apenas um instrumento econômico do passado? Caberia ainda a discussão sobre adoção deste tipo de instrumento na atualidade? Responder estas questões é objetivo deste trabalho.

Visando sanar as referidas dúvidas o trabalho está estruturado em três capítulos após a presente introdução. O capítulo dois busca conceituar o que são controles de capitais e analisar as principais opiniões no âmbito acadêmico a respeito do tema. Na seqüência, o capítulo três busca evidenciar qual o papel que os controles de capitais tiveram ao longo da história. A análise de alguns dos casos de países na economia contemporânea que utilizam controles também se faz necessário, este é objetivo do capítulo quatro. Finalmente são apresentadas as conclusões do trabalho.

2 CONTROLE DE CAPITAIS: ANÁLISE TEÓRICA

Para que seja possível o estudo a respeito de controle de capitais é necessário em primeiro lugar compreender o que ele é, bem como os principais mecanismos de sua efetivação. Com este objetivo é que a seção 2.1 faz uma abordagem do conceito e as maneiras que o efetivam. Seguindo o raciocínio é apresentado, na seção 2.2, o debate dos economistas sobre a necessidade ou não das restrições.

2.1 ABORDAGEM DO CONCEITO

2.1.1 Definição

Entende-se que controles de capitais são medidas de intervenção do Estado que visam restringir o fluxo de recursos financeiros que entram e/ou saem do país. Uma definição alternativa e mais elaborada é apresentada por OREIRO *et al* (2003, p. 77), como segue abaixo:

Controle de capitais envolve diretamente o constrangimento de uma ou mais categorias relacionado principalmente à conta de capital do balanço de pagamentos: investimento direto estrangeiro, investimento de portfólio, empréstimo ou tomada de empréstimo por residentes e não residentes, transações efetivadas por contas de depósito e outras transações diversas (por exemplo, transferências unilaterais).

Estes controles podem fazer sentir-se de três maneiras básicas, a saber: 1) *Tarifas*, são estabelecidos impostos seja na entrada ou na saída de capitais que têm por objetivo impor um custo ao investidor. Este pensaria melhor antes de movimentar seus recursos; 2) *Depósitos compulsórios*, uma parcela do capital oriundo do exterior ficaria depositado em uma conta não remunerada durante um determinado período de tempo. Assim seria inibida a entrada de capitais de curto prazo que geram instabilidade na economia local. 3) *Restrições quantitativas*, seria impedido ou limitado por força de lei a entrada e/ou saída de recursos. Estes poderiam ser da seguinte forma: limites quanto à quantidade movimentada, determinado tipo de capital pode ser impedido ou até a proibição completa de movimentos (CARVALHO e SICSÚ, 2006).

Há, entretanto, uma pequena divergência entre alguns economistas sobre que ações deveriam ser consideradas controles de capitais. Isto ocorre devido a existência de alguns instrumentos que inibem o fluxo de capitais de maneira indireta, porém, suas motivações são outras que não o controle de capitais. Pode ser citado como exemplo a implementação de um sistema de câmbio múltiplo, regulação de empréstimos no exterior, proibição de fundos de pensão de investirem no exterior, entre outros.

COOPER (1999, *apud* MODENESI e MODENESI 2006), está entre os economistas que não consideram como controle de capitais instrumentos que afetam de maneira indireta os movimentos financeiros internacionais. O Autor defende que controles de capitais são apenas os instrumentos utilizados com o intuito direto de regular os fluxos de capitais. Ele classifica que as demais medidas são apenas “restrições”, como ele mesmo define. Este julga necessário a distinção entre controles e restrições para que o primeiro conceito não torne-se demasiado amplo, tornando o estudo do tema mais organizado e objetivo.

No outro extremo, CARVALHO e SICSÚ (2006) fazem o contraponto em uma definição que abarca um número de instrumentos maior. Segundo o conceito destes controles de capitais seriam todo e qualquer instrumento que implique em obstrução ao livre fluxo de capitais entre países. O argumento do autor, para uma definição mais ampliada, reside no fato que excluir os chamados instrumentos indiretos diminuiria as opções que os países teriam para defender-se em situações internacionais adversas. Haja visto as negligências que poderiam ser geradas apenas focando em instrumentos diretos.

Primando por um maior esclarecimento do assunto, será considerado neste trabalho a definição mais ampla. Esta opção está embasada no fato de maior parte da literatura assim o considerar. Acredita-se também que uma visão ampliada possibilita englobar um número maior de exemplos, o que gerará resultados mais consistentes a respeito do tema.

2.1.2 Classificação

Sendo controle de capitais um conceito com uma gama tão grande de instrumentos, é necessária uma classificação que possa facilitar os estudos. Estes devem expressar os objetivos e as formas de atuação deste ferramental. A taxonomia habitualmente utilizada apresenta três tipos de classificação, cada uma com dois grupos, a saber: 1) Incentivos e Restrições, 2) Temporários e Permanentes e 3) Entradas e Saídas (CARVALHO e SICSÚ, 2006; MODENESI e MODENESI, 2006). Na seqüência são expostos de forma mais detalhada cada um dos pontos.

A primeira classificação apresentada distingue entre dois conceitos, a saber, os instrumentos que agem por meio de “incentivos ou desincentivos” e “restrições quantitativas”. No primeiro ponto, os instrumentos utilizados visam induzir os agentes a posicionar-se da maneira na qual os gestores macroeconômicos desejam. Estas ferramentas podem ser tributações, por exemplo, o que se aplicam de diversas maneiras. Entre estas, encontra-se a possibilidade de cobranças de tarifas tanto na entrada quanto na saída do capital. Como também podem incidir de maneira fixa ou progressiva de acordo com o tempo de permanência do recurso. Enquadra-se nessa abordagem também os depósitos compulsórios por um determinado período de tempo, estes desincentivam capitais que têm apenas intenções de curto prazo.

Quanto as Restrições, também conhecidas como instrumentos administrativos, têm como característica a limitação quantitativa ou as obstruções de capitais, parcial ou completa. Aplicação de medidas de restrição acontecem quando se deseja proteger um determinado setor da economia, no caso de limitações e proibições parciais. Mas podem ser motivados pela busca de um maior controle da economia interna. Como no caso de obstruções parciais ou completas, que propiciam a neutralização de choques provocados por fluxos de capitais externos.

A referida classificação está estritamente ligada a natureza dos instrumentos, bem como a forma como eles agem. Este conceito também pode ser entendido como uma *Proxy* do nível de controle de capitais, visto que as restrições implicam em maior endurecimento dos controles vis à vis aos incentivos.

Ramificar de acordo com o tempo de vigor dos controles é o critério fundamental da segunda forma de classificação. Dois grupos são colocados a luz, os controles: “Temporários” e “Permanentes”. A implementação dos mesmos está diretamente ligada a fatores ideológicos e crenças teóricas. Os defensores de controles temporários partem da premissa que o melhor é que existam livres fluxos de capitais entre as nações. Porém, países subdesenvolvidos não teriam suas instituições sólidas o suficiente para integrar-se à economia mundial. Nessas condições é necessário que o país implemente as reformas necessárias para o aprimoramento de suas instituições, estando assim apto para incorporação ao sistema internacional². A utilização deste tipo de controle pode ocorrer também pela ocasião de crises, para proteção um país pode adotar controles até que seja debelada a instabilidade.

Em oposição, estão os controles permanentes, ou seja, não teriam prazo para sua eliminação. Controles com essa característica têm seus fundamentos no argumento que controles são instrumentos cruciais dentro da estratégia de desenvolvimento de um país. O raciocínio é de que, regulando os fluxos de capitais, é possível uma maior influência sobre as variáveis macroeconômicas de forma a induzir a economia para um caminho de desenvolvimento. O câmbio e os juros são uma dessas variáveis. Com uma menor volatilidade das taxas, fruto de um fluxo menos intenso de entrada e saída de capitais, seria possível um ambiente mais estável tanto para o comércio como de incentivo ao investimento.

² Uma das definições mais correntes de instituições é a formulada por Douglas North, esta diz que as instituições são as regras do jogo. Posto isto, as reformas institucionais supracitadas são as regras que normatizam o mercado de trabalho, mercado de capitais, tributação, por exemplo.

Finalmente, a terceira e última forma de classificação apresentada faz cisão entre bloqueios de capitais na sua “Entrada” e “Saída”. Reter os fluxos de entrada tem intenção de inibir capitais chamados especulativos que buscam lucros rápidos com operações financeiras. Estes costumam gerar instabilidades no ambiente econômico, levando a comportamentos de manada e fugas de capitais³. Os depósitos compulsórios, estabelecidos por determinado período de tempo quando capital entra, é um exemplo de efetivação deste tipo de restrição. Seguindo este pensamento fica claro que objetivo deste tipo de controle é promover maior estabilidade. Sua utilização é mais aceita pelo mercado, visto não ser uma medida tão “agressiva” a decisão do investidor.

No outro extremo, estão os controles a saídas que se manifestam por intermédio de impostos ou mesmo de um bloqueio total em determinadas ocasiões. Neste sentido, ele causa temores entre os investidores na medida de bloqueios deste tipo soam como uma espécie de confisco, impondo grandes perdas aos mesmos. Seu objetivo é similar ao controle de entradas que é a promoção da estabilidade. Nos casos mais radicais de bloqueio completo, a motivação é manter um balanço de pagamentos equilibrado ou evitar uma fuga desenfreada de capitais.

As classificações apresentadas nos revelam sua respectiva importância na medida que deixam claro os diferentes objetivos do uso de cada tipo de controle. É esse objetivo que deve ser levado em consideração pelos implementadores de políticas econômicas, utilizando tais medidas equilibradamente. É justamente no âmbito de que objetivos macroeconômicos atingir e de como eles devem ser atingidos é que versam as discussões acadêmicas sobre o uso ou não de controles de capitais. Apresentar estas posições é missão da próxima seção.

³ O comportamento de manada é uma falha de mercado que ocorre quando um agente que não possui informações completas, segue as ações de um outro que em tese teria mais informações. Este tipo de movimento conduz o mercado a distorções.

2.2 O DEBATE ENTRE OS ECONOMISTAS

Regular fluxos de capitais tem sido um dos motivos de divergências entre vários economistas, correntes a favor e contra têm manifestado-se ao longo dos anos. Não existe nem nunca houve unanimidade em torno do tema. Os debates surgem essencialmente de um pressuposto básico, a saber, a existência ou não de mercados eficientes. Portanto, esta seção busca apresentar os argumentos básicos desta dissensão.

2.2.1 Defensores dos livres fluxos

Os defensores de livres mercados seguem os pensamentos dos economistas clássicos. Destes destaca-se Adam Smith e seu conceito da mão invisível, apresentado em sua obra clássica “*A Riqueza das Nações*”, segundo o qual os mercados se auto regulam⁴. Os agentes agem de forma espontânea em prol de seus interesses e organizam a economia de forma eficiente. Segundo este raciocínio interferências do Estado agiriam em detrimento da melhor alocação de recursos da economia. Logo a implementação de controles enquadrar-se-ia em uma intervenção deletária a este melhor funcionamento.

Seguindo esses princípios de ajuste automático surge, na segunda metade do século XIX, no sistema monetário internacional, um padrão de pagamento em ouro. Neste os países tinham suas moedas locais atreladas a suas reservas de ouro. Portanto, déficits ou superávits no balanço de pagamentos representavam, respectivamente, a perda ou ganho de reservas de ouro. Conseqüentemente haveria uma redução ou aumento na quantidade de moeda na economia, provocando deflação ou inflação nesses países. Considerando que este modelo era embasado nas visões liberais, a “mão invisível” promoveria o ajuste. O mesmo dizia que o país com déficit, que teria menos moeda e menores preços, aumentaria suas exportações invertendo os fluxos. De maneira inversa o processo ocorreria no país superavitário alcançando o equilíbrio da economia.

⁴ SMITH, A (1983). **A riqueza das nações**. São Paulo: Abril Cultural.

Mais recentemente, Milton FRIEDMAN (1953), defende o câmbio flutuante como melhor forma de ajuste de desequilíbrios no balanço de pagamentos. Ele argumenta que interferências na taxa de câmbio apenas provocariam instabilidade no sistema, precipitando crises. Em uma demonstração de que o mercado é capaz de se auto ajustar.

O Modelo IS-LM-BP, também conhecido como modelo Mundell-Fleming, alega que um país com câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais sempre obteria equilíbrio em seu balanço de pagamentos. Isto ocorre na medida em que fugas de capitais levariam a desvalorização da moeda local, o que levaria o saldo da conta corrente do balanço de pagamento compensar as reduções da conta de capital. Em qualquer uma das linhas de argumentação esta o mesmo princípio, o mercado promove o próprio ajuste.

Entre as vantagens apresentadas pelos proponentes de livres fluxos de capitais é citada a possibilidade de captação de poupança externa, esta alavancaria o crescimento de países em desenvolvimento. Os recursos fluiriam em busca de maiores retornos para os países onde são escassos, promovendo assim uma alocação eficiente dos recursos. Nesta linha, segue a declaração de FISHER (1998, apud DAMASCENO 2005): "(...) free capital movements facilitate an efficient global allocation of savings and help channel resources into their most productive uses, thus increasing economic growth and welfare (...)".

Também é apresentado como argumento a tendência que os países têm, com a liberalização, de aplicar políticas macroeconômicas mais disciplinadas (MODENESI e MODENESI ,2006). Isto decorre porque países mais "responsáveis" atrairiam mais capitais com suas políticas. Pode-se definir como políticas responsáveis o compromisso com uma política fiscal equilibrada, controle da inflação, entre outras. Assim, segundo os defensores da liberalização, seria criado um ambiente de estabilidade macroeconômica. Este proporciona que os recursos sejam alocados de maneira eficiente por dois motivos: 1) Pois interferem menos nos movimentos dos agentes internos e 2) Atrairia capital externo. Os dois fatores citados impulsionariam o crescimento do país de maneira sólida.

PRASSAD E ROGOFF *et al* (2003, *apud* DAMASCENO 2005) apontam como benefício da abertura das contas de capital a possibilidade de atração de tecnologia, por meio do Investimento Estrangeiro Direto (IED). Este teria como implicação positiva o aumento da poupança doméstica; difusão de melhores práticas administrativas, por intermédio da concorrência com as empresas nacionais, e avanço da tecnologia em geral por meio do efeito transbordamento. Todos estes aspectos culminariam no aumento da produtividade agregada e conseqüentemente no crescimento da economia.

A redução nos custos do capital é revelada também como uma das vantagens dos livres fluxos. Isto ocorreria em primeiro lugar, devido ao aprimoramento do sistema financeiro doméstico, motivado principalmente pela concorrência entre as instituições financeiras domésticas e externas. O outro argumento neste sentido é que a integração com o mercado internacional diminuiria as intermediações, implicando em empréstimos menos custosos para as empresas. O aumento da liquidez também seria um fator importante para redução nos custos. Pois reduz o prêmio de risco de ações e títulos e disponibiliza recursos mais baratos para os investimentos (DAMASCENO, 2005).

Embasados nos argumentos supracitados que os economistas desta corrente opõem-se a implementação de controles de capitais. Em suma pode ser dito que todos os pontos apresentados são sustentados na idéia de vantagens comparativas e alocação eficiente dos recursos proporcionada pelos mercados (MODENESI e MODENESI, 2006). Ademais esses seriam inadequados na medida em que os agentes buscariam algum meio de escape para as regras impostas. É neste âmbito que versam os argumentos do grupo de economistas que são contrários à implementação de controles. Todavia, as teses que sustentam este argumento só ocorrem sob hipóteses muito estritas, o que é reconhecido até por alguns autores neoclássicos.

Todavia mesmo economistas adeptos da hipótese de mercados eficientes fazem uma restrição para efetivação destes ganhos, sobre tudo no que tange ao bom desempenho do produto. Estes resultados positivos poderiam não se confirmar em algumas economias posto a pré-existência de problemas no funcionamento deste mercado, a saber, um baixo desenvolvimento do sistema financeiro doméstico e mesmo distorções no comércio internacional (DAMASCENO, 2005). Seguindo esta linha de pensamento, controles temporários seriam admitidos. Mas isto seria admitido até que fossem realizados os ajustes necessários, ou seja, como afirmado por CARVALHO (2006) controles seriam vistos pelos proponentes desta corrente como um “mal necessário”. Estes deveriam ser eliminados assim que possível, pois são apenas medidas paliativas, não sendo uma opção desejável de política econômica.

2.2.2 Defensores dos controles

Em oposição a visão apresentada anteriormente, estão os economistas que não acreditam no argumento de que os mercados sejam eficientes. Esses estão em sua maioria ligados a tradição Keynesiana, alguns de forma mais fundamentalista outros menos. A opinião deles é sustentada em dois pontos que desconstruem o arcabouço convencional, a saber, a incerteza e assimetria de informações. Seguindo este raciocínio, na medida em que o mercado não é capaz de se auto gerir, controles de capitais surgem como um dos instrumentos a fim de corrigir a deficiências do sistema. Nos parágrafos a seguir são explicitados os argumentos dos principais economistas antagonistas a visão convencional.

John Maynard Keynes é reconhecido por sua posição intervencionista do Estado para sanar as incertezas do mercado, foi pioneiro defensor da implementação de controles de capitais. Seu argumento fundamental defende a independência de cada país na condução de sua política monetária. O raciocínio é que, em uma situação de livres fluxos de capitais, os recursos correriam para os países onde a taxa de juros fosse mais atraente. Nessas condições o país com a taxa menos atraente sofreria problemas no seu balanço de pagamentos.

Para evitar isto teria que elevar sua taxa de juros de modo a equalizar-se com as mais elevadas, o que agiria em detrimento do nível de emprego e crescimento econômico do país. Assim Keynes coloca como uma alternativa eficaz e permanente o controle dos fluxos de capitais. O seguinte trecho de KEYNES (1980, p. 149 apud MODENESI e MODENESI 2006) evidencia essa idéia: “A meu ver, toda administração da economia doméstica depende da liberdade de se ter uma taxa de juros apropriada sem referências às taxas prevalecentes no resto do mundo. Controles de capitais é um corolário disso”.

Baseados nesses princípios Keynes defendeu, na Conferência de Bretton Woods, 1944, a liberdade do uso de controles pelos países. Mas não estava sozinho. Harry Dexter White, representante dos Estados Unidos, era um adepto da idéia. De acordo com White na busca pela estabilidade mundial seria de relevante importância que governos mundiais apoiassem uns aos outros na adoção de controles dos fluxos de capitais (MODENESI, 2006). Com esses dois apoios de peso foi adotado no estatuto do Fundo Monetário Internacional, doravante FMI ou Fundo, a possibilidade de os países lançarem mão do uso de controles dos fluxos capitais⁵.

James Tobin (laureado com o prêmio Nobel de economia em 1981), em 1972, apresenta a necessidade de implementação de uma tarifa sobre as transações de câmbio, essa proposição ficou conhecida como “Imposto de Tobin”. Ele argumenta que o grande fluxo de capitais de curto prazo, proporcionado pela livre movimentação de capitais, provoca a volatilidade de taxa de câmbio. Deixando a economia instável e prejudicando as decisões de investimentos dos agentes. Nesta direção, a implementação do “Imposto de Tobin” seria um freio aos capitais de curto prazo, eliminando uma volatilidade indesejada (BASSO *et al.*, 2001; MODENESI e MODENESI e MODENESI, 2006). É importante deixar explícito nesse ponto que a maioria dos economistas defensores de controles voltam-se especificamente para contenção dos capitais de curto prazo, ou seja, não visam conter investimentos diretos e demais investimento de longo prazo que contribuem para desenvolvimento da economia local.

⁵ Da Conferência de Bretton Wood, que tinha objetivo de reorganizar o sistema monetário do pós-guerra, surgiram algumas instituições. São estas: o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial e o *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT). Esta última posteriormente tornou-se a Organização Mundial do Comércio (OMC)

Um dos grandes representantes da corrente Pós-keynesiana, Paul Davidson, coloca a existência da chamada “Incerteza Fundamental” como ponto central de sua crítica a hipótese de mercados eficientes. Segundo o referido conceito os agentes tomam suas decisões de investimento em um ambiente de incerteza quanto ao futuro. Sendo que a incerteza não é probabilística, ou seja, não é mensurável. Este diverge da concepção de risco que é baseado em eventos do passado, portanto, passível de mensuração com os dados *ex ante*. Davidson rejeita a possibilidade de que os agentes tomem suas decisões baseados apenas em probabilidade. Eles declaram que formar expectativas por meio de dados do passado é uma visão determinística, o que significa que o passado sempre se repetiria. Posto isso, os agentes tomam suas decisões de forma intuitiva, o que é conhecido na literatura keynesiana como *animal spirit*. Em situações de alta incerteza as pessoas teriam a tendência de buscar ativos mais líquidos em busca de segurança, esta é a chamada preferência pela liquidez, prejudicando a busca pelo pleno emprego da economia (FILHO e ARAÚJO, 2000). Desta maneira cairia por terra a tese de que os mercados são capazes de se auto gerir.

Mas de que maneira controles agiriam de forma benéfica neste ambiente de incerteza? Esta questão fica mais claramente explicada na afirmativa de DAVIDSON (1998):

O uso judicioso de controles de capitais pode promover a eficiência ao restringir qualquer mudança súbita na liquidez que afetasse adversamente a economia real. (...) A função de controles de capitais é impedir que mudanças no balanço entre ursos e touros atoplem os market-makers e induzam mudanças rápidas nas tendências de preços [dos ativos] pois tal volatilidade pode ter conseqüências reais devastadoras.⁶

Portanto, na visão de Davidson, controles de capitais têm por objetivo inibir movimentos irracionais de pessimismo ou meramente especulativos, provoquem distúrbios na economia real; a saber investimento, emprego e produção da economia.

⁶ Touros são os agentes que esperam que o preço dos ativos suba no futuro, comprando no presente para obter ganhos. De maneira oposta os ursos são aqueles que esperam que o preço cai no futuro, por isso vendem no presente para evitar perdas. Se a maioria no mercado for de ursos, este estará em baixa. Analogamente, quando touros predominam o mercado está em alta (CARVALHO e SICSÚ, 2006).

Prosseguindo nas críticas a hipótese de mercados eficientes, outro grande expoente nesta linha é o economista Joseph Stiglitz. Sua argumentação é embasada na ocorrência de falhas de mercado. Entre estas falhas destaca-se a existência de assimetria de informações nos contratos financeiros, em enfática oposição à visão ortodoxa⁷. As referidas deficiências nas informações resultariam em distorções no mercado, a saber: seleção adversa, risco moral e comportamento de manada.

Alicerçado nisto o autor rebate o argumento de que ganhos da liberalização comercial seriam iguais na conta de capitais. Ele também argumenta que o fato de o fluxo de capitais serem pró-cíclicos, levam a economia a instabilidade conduzida por boatos e até especulação. Assim é desconstruída a tese de mercados eficientes e os seu ganhos para as economias oriundos de um processo de liberalização (DAMASCENO, 2005).

Com objetivo de conter as referidas instabilidades advindas das falhas de mercado é que o autor advoga a favor do uso de controles de capitais. Como pode ser constatado nas palavras do próprio STIGLITZ (2001, *apud* MODENESI e MODENESI 2006):

Fluxos intensos de capitais para dentro ou para fora de um país causam amplas perturbações, gerando o que os economistas chamam de externalidades (...). Esses fluxos geram distúrbios enormes na economia como um todo. Governos têm o direito, até mesmo a obrigação de adotar medidas para conter esses distúrbios.

⁷ Stiglitz foi laureado em 2001 com o prêmio Nobel de economia. Ele também foi membro do conselho de consultores econômicos do governo Clinton e economista-chefe e vice-presidente do Banco Mundial.

As externalidades as quais ele se refere são os prejuízos gerados na economia real, investimento e crescimento econômico, frutos da instabilidade dos fluxos de capitais. De maneira mais detalhada seguem duas dessas externalidades. Segundo o autor o investimento estrangeiro direto, que é positivo para ganhos da economia, seria inibido em decorrência da volatilidade dos capitais de curto prazo. Outra externalidade é a volatilidade do câmbio promovida por movimento de fuga de capitais. Por meio deste ponto é que Stiglitz ataca tanto a hipótese de mercados eficientes como a tese de ganhos da liberalização das contas de capital (CARVALHO E SICSÚ, 2006; DAMASCENO, 2005; MODENESI e MODENESI 2006).

Após todo o exposto é possível notar que seja por meio de falhas de mercado, incerteza e até por uma independência das políticas econômicas nacionais é questionada a hipótese de melhor alocação pelo próprio mercado, e conseqüentemente os ganhos advindos da liberação dos fluxos de capitais internacionais. Um número significativo de economistas tem defendido, baseados nestes argumentos, adoção de controles de capitais.

Em uma conclusão preliminar fica evidente que não há um consenso entre os economistas sobre a utilização ou não de controles de capitais. O que não torna possível conclusões que finalizem a discussão, mas sim nos conduz uma maior discussão é pesquisa a respeito do tema.

2.2.2.1 Brasileiros defensores de controles

Assim como a maioria dos países emergentes o Brasil alinhou-se as políticas liberalizantes dos anos 1990. Neste sentido era, e continua sendo, um dos países que possuem liberdade aos fluxos de capitais. Mas críticas mais enfáticas a livre mobilidade surgiram após a crise cambial brasileira em 1999. O argumento é de que controles poderiam ter deixado os países menos vulneráveis ao ataque especulativo contra a moeda. No referido contexto desenvolve-se rapidamente uma literatura a respeito do tema apontando sua necessidade e vantagens da adoção.

Em Oreiro *et al.*(2004) são apontados os efeitos malévolos dos livres fluxos de capitais, são apresentados três aspectos negativos da livre mobilidade. O primeiro, diz respeito a vulnerabilidade na economia local que poderia sofrer crises de balanço de pagamentos. Estas seriam provenientes de mudanças nas condições econômicas externas, como mudanças nas taxas de juros internacionais, que conduziriam a uma fuga de capitais. Neste sentido a política monetária tonar-se-ia refém das condições internacionais, sobretudo em um regime de câmbio fixo. Em segundo lugar, a volatilidade do câmbio, no caso de um regime de câmbio flutuante, prejudicaria as decisões de investimentos e comerciais dos agentes. O terceiro e último ponto diz respeito a perda de autonomia da política monetária na promoção do emprego e crescimento, na medida em que tem de atender as flutuações externas.

O professor Bresser Pereira (2007b) defende a necessidade de manter a taxa de câmbio desvalorizada a fim de incentivar as exportações. Ainda segundo o autor o país sofreria da chamada “doença holandesa”, fenômeno no qual o excesso de recursos naturais provocaria uma excessiva entrada de divisas pressionando o câmbio para uma apreciação. Desta forma caberia ao banco central retirar o excesso de divisa adquirindo reservas. Mas esta operação seria muito onerosa para um país com taxas de juros tão altas. Neste contexto Bresser aponta a necessidade da implementação de controle de capitais, juntamente com uma política de formação de reservas, como opção para conter as pressões sobre o câmbio.

CARVALHO E SICSÚ (2006) apontam que na visão contemporânea, controles sobre os fluxos de capitais parecem inócuos e danosos para promoção de crescimento e bem estar social. Entretanto, eles afirmam que existem vozes discordantes a despeito da visão corrente. Estes indicam a fragilidade da teoria convencional na qual apresentado conclusões pouco definitivas sobre os ganhos da liberalização. Como os próprios autores afirmam, no mínimo a necessidade de mais estudos sobre os ganhos da liberalização.

O Professor Luiz Gonzaga Belluzo afirma de forma enfática que sem controles de capitais o Brasil não cresce.⁸ Ele baseia-se no argumento de que um taxa de câmbio competitiva é fundamental para promoção de exportações e do crescimento econômico. O autor cita a experiência dos países do leste asiático que apresentam elevadas taxas de crescimento, como veremos na seqüência, e empregam controles de capitais.

Estes são alguns exemplos de economistas brasileiros que defendem controles de capitais. Todos eles têm como fundamento dois argumentos básicos: a necessidade de um câmbio competitivo e uma política econômica mais autônoma que induza o crescimento.

⁸ NEUMANN, D. País só cresce com controles de capitais. Valor Econômico, 05/09/2003.

3 CONTROLE DE CAPITAIS E O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

No mundo contemporâneo, em que o *mainstream* dissemina de maneira ativa os ideais de liberalização da economia, parece desapropriado falar sobre controle do fluxo de capitais entre as nações. Entretanto, após as crises cambiais enfrentadas por vários países em desenvolvimento no final dos anos 1990, o papel dos controles está passando a ser reconsiderado (JOHNSON *et al.*, 2006). Evidências da história têm mostrado que, esta idéia aparentemente fora de moda, foi recorrentemente utilizada em momentos de crise e como estratégia para o desenvolvimento de várias economias. Nesta direção, será feita uma revisão da história do sistema monetário internacional analisando o papel dos controles de capitais nesse contexto⁹.

3.1 O PADRÃO OURO

Como citado por André e Ruy MODENESI (2006), o controle de capitais remota, ainda de maneira rudimentar, do período mercantilista em que os Estados Nacionais utilizavam-se da prática do *bulionismo*. Este consistia no ideal de acúmulo de metais preciosos, para isto eram bloqueadas as remessas dos mesmos ao exterior. Mas foi durante o século XX, com o maior desenvolvimento do capitalismo, que as barreiras aos fluxos internacionais de capital passaram a ser adotadas pela maioria dos países. Nesta seção, será abordado o que era o padrão ouro e como controles de capitais surgiram em meio a seu contexto.

⁹ Mendes (2005) define o Sistema monetário internacional como sendo: "O sistema monetário internacional consiste em um sistema de regras e convenções que governam as relações financeiras entre os países. Pode ser identificado por três características-chave: a maneira pela qual um mercado de câmbio é organizado, os tipos de ativos usados para financiar ou liquidar desequilíbrios de pagamentos entre países e o mecanismo de ajuste a déficits e superávits de pagamento(...)"

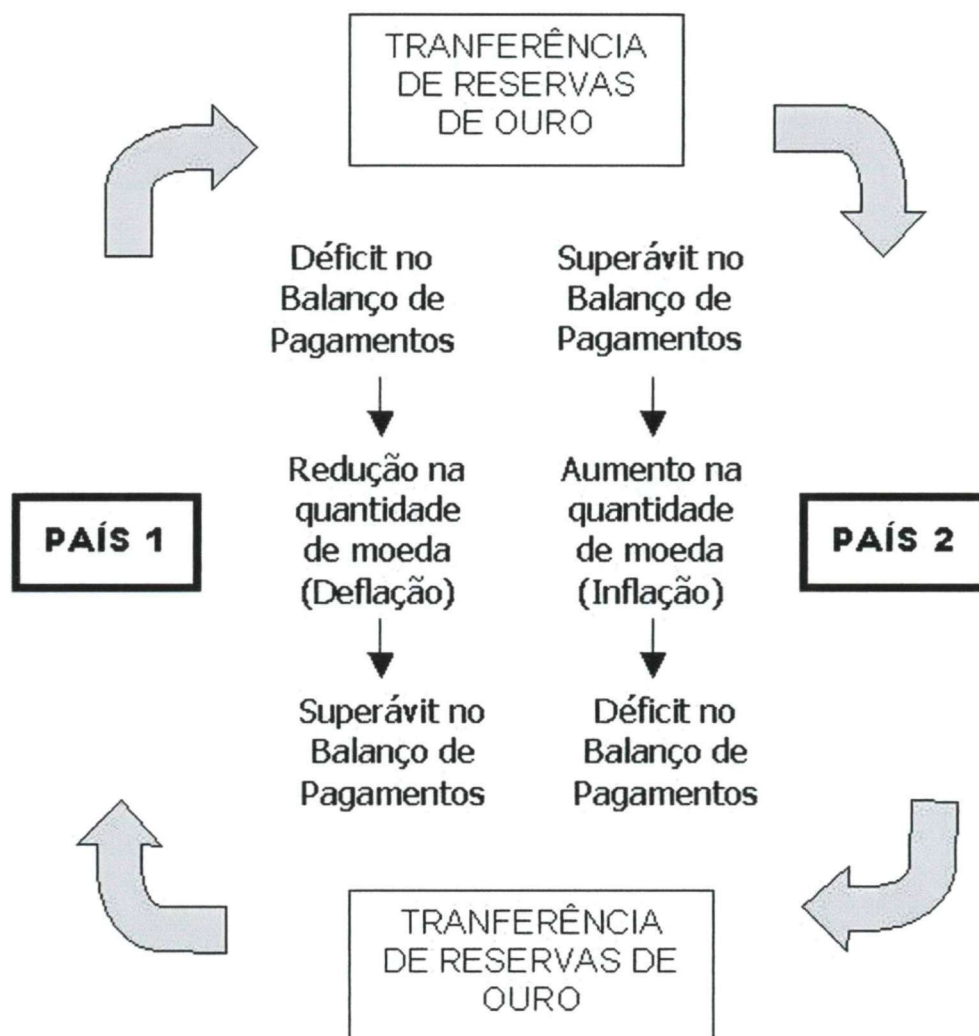
Durante a segunda metade do século XIX, os países adotaram um sistema monetário que ficou conhecido como padrão ouro. Toda a moeda em circulação era lastreada em ouro, ou seja, havia uma correspondência entre uma unidade monetária e uma quantidade de ouro, caracterizando um câmbio fixo. Existia uma conversibilidade entre o papel moeda em circulação e ouro. Quando alguma pessoa desejasse converter seu dinheiro em ouro a autoridade monetária deveria atendê-lo.

Desequilíbrios no balanço de pagamentos eram liquidados em ouro. O que implicava em uma redução (aumento) de reservas em ouro de cada país, e conseqüentemente na quantidade de moeda em circulação. Assim ocorreria um movimento deflacionário (inflacionário). Com essa mudança nos preços relativos, o mercado tenderia ao equilíbrio, na medida que os preços no país deficitário (superavitário) caíam (aumentariam). Como as pessoas buscariam os preços mais baixos haveria uma inversão nos fluxos que se estabilizariam. Este modelo representa o funcionamento do padrão ouro. Ele é denominado de “fluxo de moedas metálicas”, tendo sido elaborado por David Hume, ainda no século XVIII, antes mesmo da implementação do padrão ouro (EICHENGREEN, 2000). A figura 1 representa o referido fluxo.

Este modelo aplica-se na economia real, na perspectiva do padrão ouro. Entretanto, os bancos centrais, que administravam as reservas e quantidade de moeda em circulação, agiam como catalisadores em prol do equilíbrio. Ao constatarem que estavam perdendo reservas, as autoridades monetárias reduziam a liquidez, forçando uma queda mais rápida dos preços. Desta maneira haveria uma inversão dos fluxos, recompondo as reservas. Estas intervenções eram feitas pelo aumento ou redução da taxa de juros, agindo inversamente sobre o crédito disponível. Assim era promovido o ajuste no balanço de pagamentos sem a necessidade de efetiva transferência de ouro. O referido procedimento ficou conhecido como “regras do jogo”¹⁰.

¹⁰ Esta expressão foi cunhada em 1925 por John Maynard Keynes (EICHENGREEN 2000).

FIGURA 1 – MODELO DE FLUXO DE MOEDAS METÁLICAS



Fonte: Elaboração própria. Baseado em EICHENGREEN (2000)

A fase do padrão ouro clássico, que vai de 1870-1913, representou um período liberal e de estabilidade. Existia uma livre movimentação de recursos entre os países, bem como, um comércio como não se havia visto antes. Em tal época as autoridades monetárias tinham um alto comprometimento com manutenção da conversibilidade, fazendo o que fosse necessário para sustentá-la. Existia também uma cooperação tácita entre os países para manutenção da estabilidade no sistema.

Todavia, nem tudo seguia como a teoria. Os recursos estabilizadores não fluíam da mesma forma para os países periféricos, o que os impossibilitava a manutenção da conversibilidade nesses países. São apontados como fatores que geraram essa fragilidade nos países periféricos: a inexistência de bancos centrais que ajudassem a gerir o sistema, falta de cooperação para manutenção do equilíbrio e a especialização da economia em produtos primários que deterioravam os termos de troca. Também é interessante observar que, mesmo nos países centrais, a manutenção da conversibilidade a qualquer custo tinha implicações sobre o crescimento e nível de emprego. Duas justificativas são dadas no sentido de entender como era sustentável isso sem pressões da sociedade. Em primeiro lugar a democracia limitada. Em segundo, a ainda precária articulação de partidos trabalhistas (EICHENGREEN, 2000).

O fim do padrão ouro clássico aconteceu com o advento da I Guerra Mundial (1914-1918). A interrupção da cooperação entre os países e a impressão desmedida de moeda para custear a guerra, ocasionaram a suspensão da conversibilidade na maioria dos países. Nas palavras de EICHENGREEN (2000, p.77):

Os governos promulgaram leis e impuseram normas proibindo exportações de ouro, exceto se autorizadas por licenças que eles raramente se dispunham a conceder com a perturbação na arbitragem no mercado do ouro, as taxas de câmbio começaram a flutuar. Essa aplicação era limitada pela aplicação de controles que proibiam a maioria das transações em moeda estrangeira.

Desta maneira controles de capitais aparecem pela primeira vez em sua forma mais moderna. Embora não com propósitos de política econômica, mas como circunstância da guerra. Com o fim do conflito logo os controles foram suspensos. Porém, a conversibilidade com o ouro não retornou de imediato. Isto tem como causa alto endividamento que os países da Europa adquiriram, seja Alemanha com as reparações de guerra ou os países aliados como França e Inglaterra com dívidas com os Estados Unidos. Portanto, a partir de então as taxas de câmbio passaram a flutuar de forma substancial, isso ocorreu no período entre 1919 e 1924. Sendo este considerado, de forma relativa, um período que exemplifica o chamado câmbio flutuante puro (MENDES, 2005).

A volta da conversibilidade foi estabelecida primeiramente nos países da Europa central (Alemanha, Áustria, Hungria, Polônia). Estes países tinham sofrido fortemente com a hiperinflação e buscavam a estabilização de suas economias, o padrão ouro era tido como o caminho para solução. Por intermédio de reformas monetárias foi restabelecida a conversibilidade no fim da primeira metade dos anos 1920. Outros países que enfrentaram inflações moderadas e desvalorização cambial também reintroduziram a conversibilidade, como a Bélgica, França e Itália. Mas foi a volta da paridade em relação a libra que gerou um forte movimento de volta ao padrão ouro (EICHENGREEN, 2000).

Entretanto, o sistema não sobreviveu por muito tempo, já na primeira metade dos anos 1930 veio a lona. A Inglaterra abandonou o padrão ouro em 1931 e os Estados Unidos em 1933, um a um todos os países tiveram de desistir da conversibilidade. Entre os motivos de não funcionamento foi apontado o próprio mecanismo de ajuste que não era como antes. A Inglaterra registrou durante os anos 1920 persistentes déficits em seu balanço de pagamentos. Por outro lado a França registrava contínuos superávits, mas o ajuste previsto no modelo não ocorreu. Também é atribuído como causa do fim do modelo, a escassez de reservas de ouro, principalmente depois que os países passaram a descontar suas reservas e moeda estrangeira em 1931. Nessa segunda fase do padrão ouro os países tinham na composição de suas reservas moedas lastreadas em ouro. Com o intuito de combater o desemprego e defender suas moedas, os países lançaram mão nesse período de controles sobre o comércio e o capital (MENDES, 2005), contribuindo desta forma para o desmoronamento do padrão ouro.

No caso dos países periféricos, que já tinham problemas para manter o padrão ouro clássico, com a crise de 1929 e a redução das exportações também foram obrigados abandonar a conversibilidade. Com a conjunção desses fatores foi decretado o fim definitivo do padrão ouro.

Desta maneira voltou-se ao câmbio flutuante, porém, agora os países criaram fundo equalizador do câmbio a fim de intervir no mercado e evitar um excesso de volatilidade. Estes agiam no sentido contrário das flutuações. Desta maneira permaneceu o sistema monetário internacional até o Acordo Bretton Woods, que é apresentado na próxima seção.

3.2 BRETTON WOODS

Com objetivo evitar as instabilidades monetárias vividas no período entre guerras, um grupo de países arquitetou a construção de um novo sistema monetário internacional. Em 1944, pouco antes do fim da segunda guerra mundial, os delegados dos países aliados participaram do que ficou conhecido como Conferência de Bretton Woods, realizada no estado americano de New Hampshire, na localidade que dá nome ao acordo. Neste encontro foram acordadas uma série de medidas que regeriam as relações econômicas dos países no pós-guerra. Como já citado no capítulo anterior, figuras ilustres como John Maynard Keynes, representante inglês, e Harry Dexter White, então secretário do tesouro americano, tiveram papel fundamental em algumas medidas adotadas. A principal característica do que ficou nomeado como “Acordo de Bretton Woods” foi uma maior participação do Estado na economia, em sistema de mercado, porém regulado. Contrastando desta forma com o período anterior do padrão ouro.

O acordo estabeleceu que os signatários do acordo adotariam um câmbio fixo entre suas moedas e o dólar americano, que por sua vez seria atrelado ao ouro na equivalência de US\$ 35 para cada onça troy. Porém, esta taxa seria ajustável, mas apenas em condições muito particulares, conhecida como “desequilíbrio fundamental”, ou seja, crises. Este Câmbio fixo tinha objetivo de evitar desvalorizações predatórias, prática comum no período entre guerras. Ao mesmo tempo era mantida a estabilidade interna.

Também no referido acordo foram criadas instituições multilaterais que tinham por objetivo regular o sistema monetário internacional. Entre elas estão o Fundo Monetário internacional (FMI) e o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), este que depois gerou o Banco Mundial. Como o próprio nome relata, a função do BIRD era financiar os gastos de reconstrução no pós-guerra. Por outra via, o FMI passou a jogar um papel fundamental para economias. Suas principais funções eram auxiliar países com problemas no balanço de pagamentos e também de monitorar as economias, punindo aqueles que desestabilizassem o sistema.

Portanto, o sistema nascido de Bretton Woods diferiu em três aspectos do padrão ouro. A existência de um câmbio fixo, porém ajustável, o uso de controle de capitais, na manutenção da estabilidade do câmbio e do balanço de pagamentos, e o monitoramento do FMI. Mas como afirma EICHENGREEN (2000), nem tudo funcionou como planejado. O FMI, por exemplo, jamais exerceu seu poder de punição, bem como a escassez de recursos limitava sua ação. Todavia controles de capitais tiveram papel muito importante no período, sendo considerados um dos principais fatores que conduziram as economias capitalista a Idade do ouro¹¹.

É importante destacar a relevância que controles de capitais tinham e como eram amplamente aceitos. Isto pode ser observado no fato de que na ocasião da criação do FMI, foi estabelecido no artigo VI seção 3, do estatuto da referida instituição, que os países membros poderiam lançar mão do uso de controles de capitais. Estes controles poderiam ser utilizados a fim de conter fluxos de saídas de capitais, desta maneira o país evitaria desequilíbrios em suas contas externas sem a necessidade de emprestar do fundo. Um dos idealizadores desta medida foi John Maynard Keynes, grande defensor da implementação de controles (NEELY, 1999). Na citação a seguir EICHENGREEN (2000, p. 132) destaca a força e importância dos controles no período:

Este foi um período em que os governos fizeram abrangentes intervenções em suas economias e em seus sistemas financeiros. Havia limites às taxas de juro. Foram impostas restrições aos tipos de ativos no quais os bancos podiam investir. Os governos regulavam os mercados financeiros para canalizar o crédito para setores estratégicos. A necessidade de conseguir licenças de importação complicava os esforços para canalizar transações de capital através das contas correntes. Os controles foram capazes de conter a enxurrada porque não eram apenas um obstáculo na corredeira. Ao contrário, os controles eram parte de uma série de comportas e barragens com ajuda das quais as águas turbulentas foram domadas.

Em defesa do emprego e do crescimento, os controles de capitais cumpriram um papel de ajuste importante na economia dessa época. Nesse contexto os ajustes deflacionários aos moldes do padrão ouro, passaram a ser medidas desapropriadas e mal vistas. Mas história muda e o que se vê hoje é que controles acabaram por cumprir semelhante papel na economia contemporânea.

¹¹ Idade do Ouro é o nome dado ao período do pós-guerra, que representou uma era de grande prosperidade da economia capitalista.

No entanto, no final dos anos 1950, com a conclusão da reconstrução da Europa, os Estados Unidos passaram a registrar déficits em seu balanço de pagamentos. Passou a existir um temor no mercado, que também observava a redução das reservas de ouro do país, de que ocorresse uma desvalorização do dólar. A volta da conversibilidade da conta corrente em 1959, possibilitou que transações financeiras fossem encobertas na conta corrente. O que acabou fragilizando os controles de capitais. A eleição do presidente Kennedy, que prometia colocar a economia para funcionar, levou a uma forte fuga de capitais e no aumento do preço do ouro. Medidas paliativas foram tomadas ao longo dos anos 1960 a fim de manter a relação do dólar com o ouro. Mas essas medidas não vinham surtindo muito efeito, o que levou em 1971 o presidente Nixon a suspender a conversibilidade. No mesmo ano foi realizado um acordo que restabeleceu o câmbio fixo do dólar com ouro, mas com uma nova relação de US\$ 38 por onça troy. Entretanto este durou um pouco mais de um ano. Desde então o dólar passou a flutuar, conseqüentemente o mesmo ocorreu com as demais moedas. Era o fim de Bretton Woods (MENDES, 2005).

3.3 PÓS-BRETTON WOODS

Até os anos 1970, era comum a utilização de maneira expressiva pelos países de controles de capitais. Entretanto, a ascensão do liberalismo e a busca por uma maior integração das economias avançadas, no início dos anos 1980, levaram a uma flexibilização destes controles. Neste sentido desenvolveu-se a idéia de que os controles eram instrumentos inadequados para o funcionamento da economia e que estes não faziam parte de uma política séria (JOHNSON *et al.*, 2006). O argumento principal era que as restrições ao fluxo de capitais impediam que os recursos fossem para as áreas mais necessárias, incorrendo dessa maneira em uma ineficiência do sistema. Baseado neste argumento é que os países desenvolvidos eliminaram, até meados dos anos 1980, os controles sobre o fluxo de capitais (NEELY, 1999).

Na esteira da abertura dos mercados, os países em desenvolvimento, que vinham de uma profunda crise na chamada “Década Perdida”, os anos 1980, começaram a sofrer uma substancial pressão dos países desenvolvidos para que também eliminassem seus controles. Em 1990, foi formulado o que passaria a ser o dogma do FMI durante a década que se iniciava e maior expressão das pressões sofridas pelos países em desenvolvimento em prol da eliminação de controles, o chamado “Consenso de Washington”. Este termo foi cunhado no artigo de John Williamson, em 1990. Neste mesmo ano foi realizado um seminário internacional entre economistas das principais instituições financeiras internacionais sediadas em Washington, entre elas o FMI e o Banco Mundial. A partir do seminário foi publicado um livro, de mesmo nome da expressão supracitada, o qual defendia dez pontos básicos a serem seguidos pelos países em desenvolvimento. As palavras de BRESSER PEREIRA (1991, p.3) demonstram o que representava o citado consenso: “Talvez a expressão “consenso” seja forte demais. Mas o fato é que existe, em Washington e mais amplamente nos países desenvolvidos da OECD, uma espécie de consenso sobre a natureza da crise latino-americana e sobre as reformas que são necessárias para superá-la.

Em resumo, pode-se dizer que essas medidas defendiam redução da participação do Estado na Economia e a liberalização dos mercados, entre elas a do fluxo de capital entre os países. Reforçando a onda liberalizante, soma-se a desintegração da União Soviética, em 1991, e a falência do sistema comunista, mais do que nunca o choque liberalizante seria solução para inserção dessas economias no mundo capitalista. Com esses argumentos é que várias economias em desenvolvimento implementaram as chamadas reformas liberalizantes. Aparentemente foi logrado sucesso com essas medidas, muitas economias alcançaram estabilidade de preços e até crescimento do PIB. O ápice da supremacia desses pensamentos liberalizantes ocorreu na Assembléia Anual do FMI realizada em Hong Kong, em 1997. Nesta foi proposta a modificação do estatuto, removendo o artigo VI seção 3 que garantia a utilização de controle de capitais.

Pela proposta apresentada seria adotada a conversibilidade da conta de Capital, ou seja, o FMI estabelecia que os países membros do fundo deveriam ter livres fluxos de capitais, de maneira análoga ao que já ocorria com conta de transações correntes, desde o acordo de fundação em 1944 (CARVALHO e SICSÚ,2006). Porém, o início da crise asiática naquele mesmo ano engavetou o projeto e levou o mundo a uma reflexão sobre as medidas neoliberais.

Foi no contexto apresentado no fim do parágrafo anterior que a discussão sobre utilização de controle de capitais ganhou destaque no meio acadêmico e econômico. Isto foi motivado pelo número sucessivo de crises cambiais e financeiras ocorridas em diversos países emergentes, entre eles: México (1994), Tigres asiáticos (1997), Rússia (1998), Brasil (1999), Argentina (2001) . Estes após, a crise da dívida nos anos 1980 e a hiperinflação, seguiram o “ Consenso de Washington” e adotaram um processo de liberalização de suas economias, exceto no que se refere ao controle do câmbio. Este tornou-se o pilar da política econômica, mas tinha caráter provisório a fim de controlar a inflação. Entretanto, por questões políticas o controle do câmbio foi além do que se devia. Neste contexto, os mesmos acabaram tornando-se reféns do movimento especulativo do capital estrangeiro. Com os referidos países administravam suas taxas de câmbio, tinham pouca margem de manobra para política monetária visto a necessidade de manter a taxa de juros em um nível que equilibrasse o câmbio. Entretanto, uma onda de incerteza e incredulidade foi lançada no mercado em relação aos países emergentes. Neste sentido, os investidores passaram a fugir com seus investimentos promovendo um ataque especulativo contra as moedas dos países citados, levado a desvalorização de suas moedas e um processo de recessão.

Essas crises despertaram a idéia de que seria possível ter evitado tais fugas com o controle dos fluxos de capitais. Alguns países adotaram controles, este foi o caso da Tailândia (1997-1998) e Malásia (1998-). O FMI admitiu falha de sua postura imperativa diante dos países emergentes em prol da liberalização de sua contas de capitais. Nas próprias palavras de ROGOFF(2002, p. 1) , então diretor de pesquisas do Fundo :

Admittedly, in its routine surveillance missions, prior to the Asian crisis, the IMF may have sometimes tilted too far towards benign neglect as countries prematurely liberalised markets for short-term capital movements, before the internal regulatory structure was in place to handle them. Now, the IMF's advice is more nuanced

Nestas condições, o Fundo acabou por reavaliar sua postura, passando admitir alguns tipos de controles em caráter temporário. Isto seria necessário até que a economia estivesse preparada para integração, visto serem as crises uma demonstração de abertura prematura. Entretanto, abandonar o mais breve possível este tipo de política seria desejável. Os argumentos que sustentam isso são: a dificuldade cada vez maior de controlar os capitais, dada a sofisticação dos mercados; possibilidade da utilização de controles para manobras de corrupção; implicações negativas sobre o comércio (ROGOFF,2002). Em uma postura "revista", mas com o mesmo discurso o autor admite que ainda há necessidade de mais estudos a respeito de controles, explicitando a incerteza em torno do tema.

Observando o breve histórico é possível identificar que a utilização ou não de controles está estreitamente relacionada ao contexto histórico, não só dos países, mas sobretudo da economia mundial. Também é notória a divisão no meio acadêmico a respeito do tema, visto a influência exercida por economistas sobre as principais instituições financeiras do mundo. Neste sentido é possível observar a alternância radical de posições dessas instituições, haja visto o comportamento do FMI ao longo de sua história. Assim, a implementação de controles tem seguido os movimentos cíclicos da economia. Mas como sinaliza BRESSER PEREIRA (2007a), os controles são instrumentos que podem fazer diferença no processo de desenvolvimento de um país. Portanto, cabe aos economistas, enquanto cientistas, a responsabilidade de buscar o maior número de subsídios a fim de respaldar o uso ou não do referido instrumento. De maneira que os países não sejam prejudicados por opiniões infundadas.

4 EVIDÊNCIAS SOBRE OS FLUXOS DE CAPITALIS

Como visto no capítulo anterior, os controles passaram de um período de grande utilização para dias em que são desprezados. Mas ao observamos os testes sobre a relação entre crescimento e liberalização, será que os países sem restrições têm maior crescimento? Qual é o desempenho de economias que ainda estão na contingência do uso de controles? Atender a estas questões é objetivo deste capítulo.

4.1 LIBERALIZAÇÃO, CONTROLES E CRESCIMENTO: UMA ABORDAGEM EMPÍRICA

No âmbito do debate sobre os prováveis benefícios da liberalização do fluxo de capitais sobre o crescimento econômico a econometria é instrumento freqüentemente utilizado. Aqueles que se fazem valer deste tem o intuito de produzir argumentos que sustentem as suas posições, seja ela defender ou não a intervenção. Todavia, o consenso sobre a forma de aplicação desse instrumental e sua própria consistência está longe de ser alcançado. As críticas são lançadas contra a metodologia empregada e também quanto as particularidades de cada país, o que dificulta comparações. Porém, rejeitar as tentativas de cercar a questão seria no mínimo não científico. Nessas condições os resultados obtidos por algumas pesquisas são objeto de análise do decorre desta seção.

Um dos trabalhos bastante citados é o de QUINN (1997, *apud* SILVA 2004) no qual é feito análise 64 países, entre países desenvolvidos e emergentes. O período analisado vai de 1958 à 1989. O autor produz um índice que mensura o nível de controle de capitais, correlacionando subseqüentemente o mesmo com os resultados do crescimento. Na avaliação de Quinn há evidências de uma relação consistentes entre a liberalização do fluxo de capitais e crescimento econômico.

Seguindo método similar ao de Quinn, EDWARDS (2001, *apud* SILVA 2004) também testou um modelo para o período de 1975 à 1997. O grande mérito deste trabalho é a classificação dos países em grupos, o que possibilitou captar as diferenças de comportamento das regiões. O critério para separar as regiões foi o mesmo empregado pelo FMI em suas análises estatísticas, sendo estas: 1) países industrializados, 2) países africanos, 3) países asiáticos, 4) países europeus não-industrializados, 5) países do oriente médio e 6) América Latina e Caribe. Descobrir os impactos do livre fluxo de capitais sobre a variação do produto dos países e captar se tal relação é regular para os diversos grupos foi objetivo do autor.

De maneira surpreendente, os resultados mostram haver uma relação direta entre liberalização da conta de capitais e crescimento econômico apenas nos países industrializados, alimentando assim as controvérsias existentes entre os economistas. A justificativa apresentada por um grupo de autores defende que as instituições dos países subdesenvolvidos ainda são pouco desenvolvidas, de forma a não ter como administrar um grande volume de operações. O que implicaria em impactos irrelevantes sobre o produto desses países (SILVA, 2004).

RODRIG (1998), por sua vez, vai além afirmando que não existe nem uma relação representativa entre o desempenho da economia e a liberalização do fluxo de capitais. Isto inclui os países desenvolvidos, ou seja, com instituições ditas apropriadas para liberalização. A assertiva é baseada em testes estatísticos realizados pelo autor para um grupo de 100 países, durante o período de 1975-1989.

Contraditoriamente, EICHENGREEN E LEBRANG (2002) defendem que existe sim uma relação direta entre abertura dos fluxos de capitais e o melhor desempenho da economia, salvo em momentos de crise. A lógica é que sem restrições e uma relativa estabilidade na economia, os capitais buscam os maiores retornos. Tendo assim um impacto positivo sobre recursos disponíveis para investimento e conseqüentemente contribuindo para crescimento econômico. Por outro lado, em momentos de crise e significativa incerteza os investidores optam por segurança. Implicando em impactos negativos sobre o produto da economia. Os autores enfatizam que trabalhos anteriores não realizaram esta distinção entre períodos de crise e estabilidade, que é de suma importância para a análise. Esta tese é evidenciada na modelagem realizada no mesmo trabalho, onde são utilizadas

informações de 21 países, no período entre o final do século XIX e final do século XX.

Observando os estudos apresentados, pode-se concluir que não existe consenso nem provas contundentes de que abertura das conta de capital é essencial na promoção do crescimento econômico. A única idéia que é compartilhada pela maioria dos estudiosos de diferentes matizes , como pode ser notado, é que abertura ao fluxo externo coloca os países em uma situação de fragilidade. Neste sentido, controles sobre os fluxos financeiros mostram-se como uma alternativa.

4.2 CONTROLANDO CAPITAS NA ECONOMIA CONTEMPORÂNEA: UM ESTUDO DE CASO

A seguinte seção tem o objetivo de analisar algumas economias que permaneceram na contingência do uso de controles de capitais, mesmo diante do contexto de liberalização e globalização. O referido estudo tem como intuito observar de que forma esses países utilizam controles e em qual têm sido o desempenho das principais variáveis macroeconômicas dos mesmos. Entre as economias analisadas estão o Chile, China, Índia e Malásia.

4.2.1 Chile

A economia do país sul americano, a que mais cresceu no continente durante os anos 1990, é considerada um dos baluartes do neoliberalismo. Desde a ditadura militar nos anos 1970 e 1980, buscou-se um alinhamento com as políticas neoliberalizantes. Com a volta da democracia nos anos 1990 seguiu-se o projeto de maior inserção internacional, sobre tudo no comércio. Assim como os países da Ásia, o Chile adotou a estratégia de crescimento denominada *export led*, ou seja, baseada nas exportações. Estas se vinculam a algumas especialidades, como cobre e vinhos. Seguir este modelo foi possível combinando liberalização comercial e a manutenção da moeda local desvalorizada (SILVA, 2004).

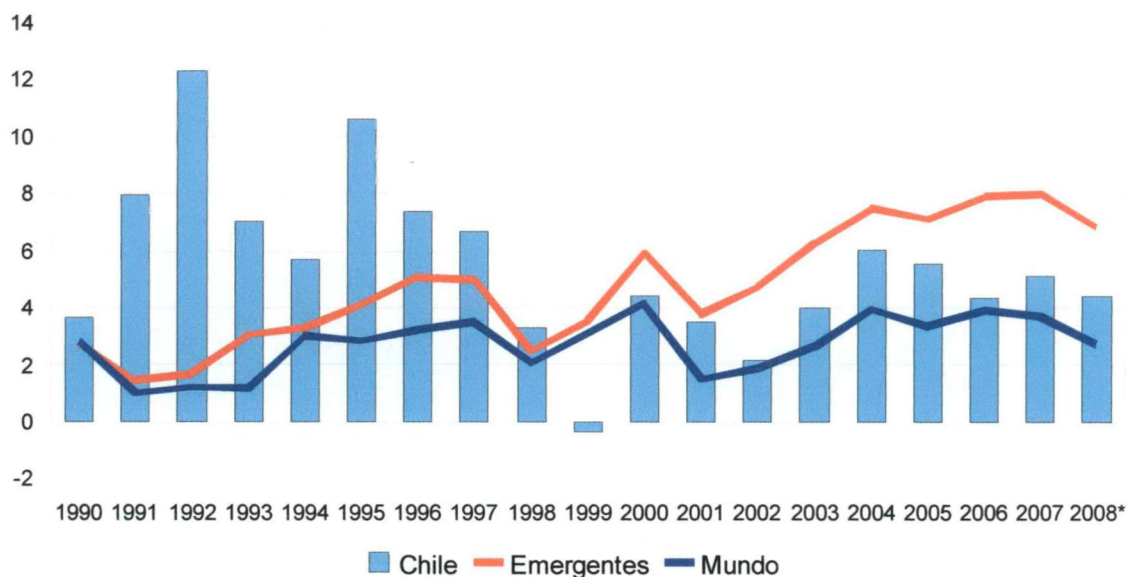
Entretanto, mesmo seguindo o receituário da teoria convencional, o Chile adotou controles a entrada de capitais em 1991. Estes determinavam que os empréstimos feitos no exterior deveriam ter 20% de seu valor depositado em uma conta do Banco Central, onde não seria remunerada (BASTOS *et. al.*, 2006). Ficando assim retida pelo prazo mínimo de 90 dias (SILVA, 2004). Esta atitude peculiar tem duas motivações: manutenção de um câmbio competitivo, que estava pressionado pela alta liquidez internacional, e evitar excessivo endividamento no exterior, como ocorrido nas décadas passadas.

No ano seguinte, o governo promoveu uma expansão dos controles elevando a taxa do depósito compulsório de 20% para 30%, bem como foi ampliada a incidência para outras maneiras de aplicação financeira. Também foi estabelecido um prazo de um ano para que o valor ficasse retido. Desta forma os controles foram sendo administrados, arrefecidos ou flexibilizados, de acordo com o nível de liquidez.

Os referidos controles reduziram a quantidade dos capitais de curto prazo de 96,3% do total do fluxo em 1991, para 2,8% em 1997, privilegiando assim os investimentos de longo prazo (PUDWELL, 2003). Estas restrições permaneceram até 1998, quando da crise asiática. Esta provocou uma escassez de liquidez para os países emergentes. Posto isso o governo reduziu a porcentagem dos depósitos compulsórios para 10%, posteriormente chegando a zero. Foi determinado assim o fim do uso de controle de capitais no Chile. Em 2002, o país assinou um acordo de livre comércio com os Estados Unidos, o que tornou a volta de controles mais difícil.

Como visto na seção anterior, é muito controverso o real impacto que a liberalização ou uso de controles tem sobre o crescimento. Todavia, fazendo uma análise da evolução do PIB do Chile fica notável que, durante o período do uso de controles de capitais (1991-1998), este obteve um significativo incremento. Sendo que a taxa de crescimento da economia superou a média dos emergentes. Por outra via, após o abandono de controles o crescimento situou-se sempre abaixo da média dos emergentes.

GRÁFICO 1 -CHILE - TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (%)



Fonte: FMI. * Dados projetados.

No que se refere a taxa de câmbio, o sistema democrático iniciado nos anos 1990, herdou um regime de banda cambial, que foi mantido até 1999. O Banco Central chileno buscou fazer um esforço por meio de intervenções para evitar uma apreciação do câmbio. Neste sentido, buscou-se com controle dos fluxos neutralizar o excesso de liquidez internacional, que se fez sentir em boa parte dos anos 1990. Em outra via, foi adotada a prática de compra de reservas cambiais (Ver Gráfico 3). O resultado pode ser dividido em dois períodos. O primeiro é de 1991-1994, quando o peso teve apreciação de 3,6%, em relação aos três anos anteriores, bem menos que seus vizinhos latino americanos que tiveram uma apreciação de 24% no mesmo período. No segundo período que vai de 1995-1997, houve um afrouxamento nas intervenções do Banco Central chileno que resultou na apreciação, esta chegou a 16% (GALA,2006).

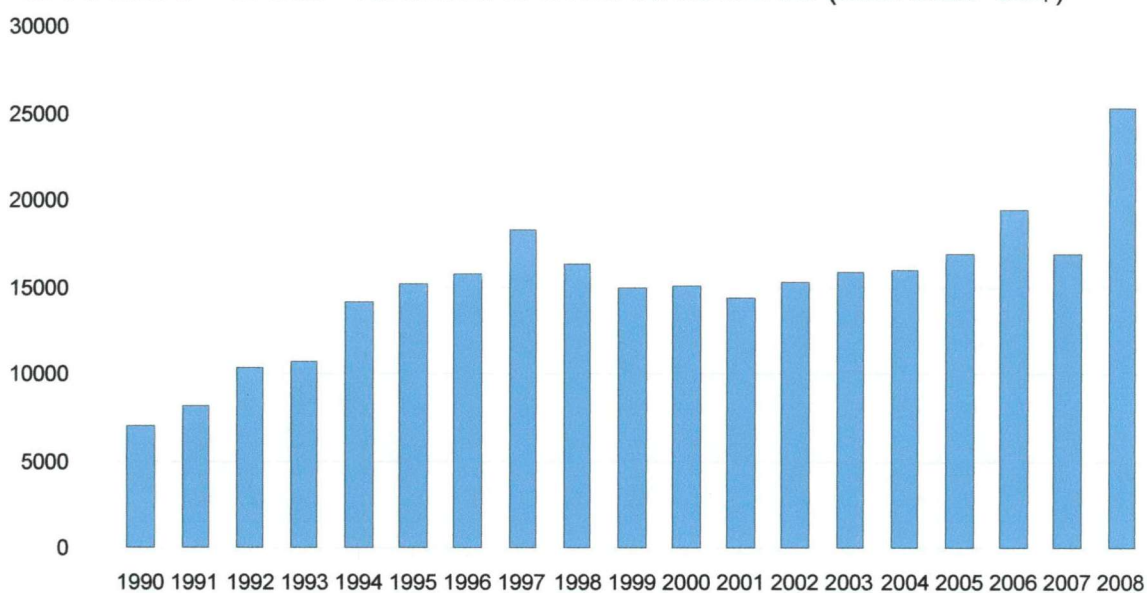
Esta situação perdurou até a crise asiática quando a fuga de capitais deixou de pressionar o câmbio. Conjugado a isso o governo abandonou a política de banda cambial, bem como os controles sobre os fluxos o que resultou na maior depreciação da moeda após 1998. Mas Como pode ser observado no Gráfico 2 a taxa ficou mais volátil com o câmbio flutuante, adotado após 1999.

GRÁFICO 2 - CHILE - TAXA DE CÂMBIO REAL (BASE 1993-ABR = 100)



Fonte: Banco Central do Chile

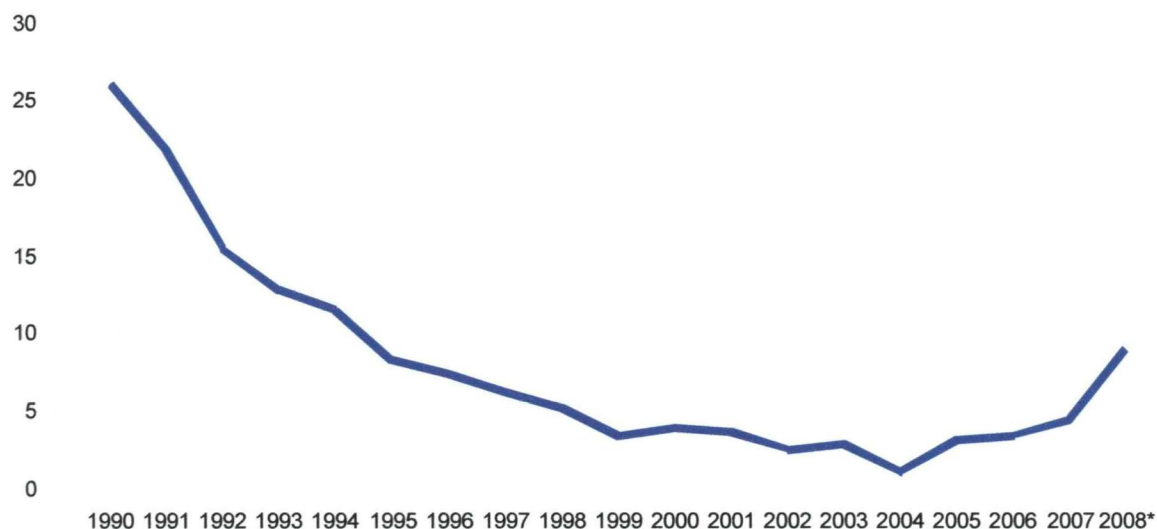
GRÁFICO 3 - CHILE - RESERVAS INTERNACIONAIS (MILHÕES US\$)



Fonte: Banco Central do Chile

Também é interessante observar que o Chile foi um dos primeiros países a adotar o regime de metas de inflação, ocorrido em 1990. O que revela que o controle sobre os fluxos de capital pode coexistir com esse instrumento. Os resultados obtidos têm sido bastante positivos, a inflação apresentou uma trajetória declinante. Salvo o período recente, a partir de 2007, em que inflação internacional tem pressionado o nível de preços chileno.

GRÁFICO 4 - CHILE - TAXA DE INFLAÇÃO (%)



Fonte: FMI. * Dados projetados.

Lições importantes podem ser retiradas do caso chileno. O controle de capitais utilizado visou fundamentalmente obstruir a entrada de recursos especulativos de curto prazo, o que se mostrou muito eficiente de acordo com os objetivos almejados. Assim foi possível ao país imprimir uma política exportadora muito importante para o crescimento da economia.

Todavia, o controle somente da entrada se revelou limitado, na medida em que não conseguiu conter a fuga ocorrida durante a crise asiática. Desta forma deixando o país vulnerável a mudanças no cenário internacional. Também é interessante observar que no período pós-controles a taxa de câmbio real apresentou muito maior volatilidade, prejudicando a estabilidade da economia e até os investimentos que conduzem ao crescimento. Apesar dessas considerações, os controles chilenos são um exemplo de restrições a entrada, mesmo considerando seu pouco tempo de utilização. Refletindo um modelo em que os investidores são incentivados a adotarem uma postura compatível as necessidades da economia local.

4.2.2 China

Um remanescente do bloco comunista, a República Popular da China, estabelecida na revolução de 1949, fixa-se como um exemplo de uma economia pujante que utiliza controles de capitais. A China Socialista caracterizou-se por muitos anos por ser uma economia isolada, com um governo autoritário e centralizado. Depois de muitos anos de isolamento econômico, imposto pelo seu sistema e pelo embargo internacional, o país vem realizando uma série de reformas que mudaram o papel da economia chinesa no mundo.

No ano de 1971 foi suspenso o embargo econômico imposto pelos Estados Unidos e seus aliados, sendo este o início do processo de mudança. A China inaugurou a construção de um sistema político econômico híbrido, no qual são incorporados ao modelo centralizado e planejado do país elementos do sistema capitalista. Tornando-se uma economia mais aberta, no sentido de maior relação econômica com os demais países do mundo. Isto ocorre especialmente após os anos 1990, mas com um autocontrole do Estado.

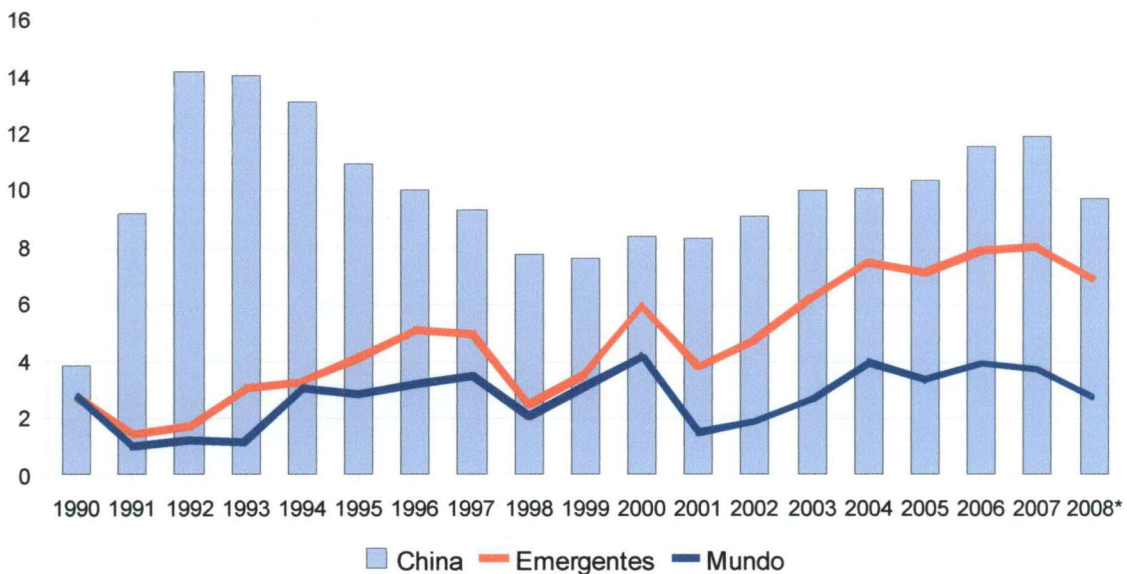
Entre os pontos mais importantes rumo a uma maior abertura e integração a economia mundial estão a conversibilidade de sua conta corrente, em 1996, e entrada na Organização Mundial do Comércio em 2001. Porém, mesmo com uma flexibilização da conta de capitais iniciada em 1978, perduram firmes controles de capitais, que se revigoraram com a crise asiática em 1997, (MODENESI E MODENESI, 2006).

O modelo de controle de capitais utilizado pela China é caracterizado por fortes restrições tanto na entrada quanto na saída de capitais, sendo estes de caráter administrativo. O governo Chinês desenvolveu uma ampla rede de instituições e regulamentações que visam controlar por meio de autorizações e fiscalização as decisões privadas de alocação de recursos. Todos estes controles têm o intuito de promover investimentos de longo prazo, em especial o investimento direto estrangeiro (IDE), e minimizar fluxos de curto prazo. Dentro do projeto de desenvolvimento chinês, controles aos fluxos figuram ao lado de outros instrumentos, como por exemplo, taxa de juros reprimidas, câmbio depreciado, IDE e crédito público direcionado, protecionismo seletivo (BASTOS *et. al.*, 2006). Estes fatores têm se apresentado como fundamentais nos resultados apresentados a seguir.

A China é apontada como uma potência econômica em ascensão. A sua taxa de crescimento econômico tem sido uma das maiores do mundo nas últimas duas décadas. A participação do crescimento do país na economia mundial contribuiu 24% do crescimento mundial alcançado em 2001. Este notável crescimento tem uma relação estreita com a inserção de maneira agressiva da China no comércio internacional, sua participação que era de 1% em 1979 passou para 6% em 2003 (FILHO e PAULA, 2006).

Como a maioria dos países do leste asiático os chineses têm uma estratégia de crescimento denominada literatura de *export led*, ou seja, baseada em exportações. O que contribui para importantes superávits na balança comercial, possibilitando a geração de poupança interna que alimenta o crescimento. Cumpre papel demasiado importante nesse processo a existência de uma grande quantidade de mão-de-obra barata, sendo o país de maior população do mundo, bem como o governo centralizado que planeja e direciona a economia em seus vários aspectos

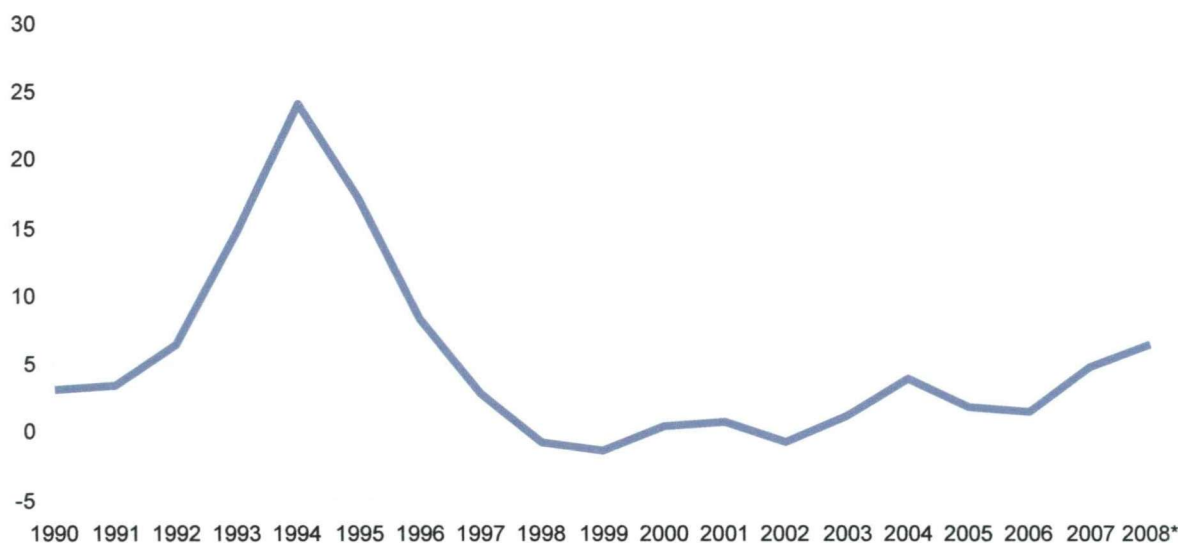
GRÁFICO 5 - CHINA - TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (%)



Fonte: FMI. * Dados projetados.

A inflação, apesar de seus altos patamares nos 1990, apresentou uma tendência declinante. É importante lembrar que a China utiliza controle de preços, o que faz parte deste arcabouço intervencionista. Tendo este contribuído para manutenção do nível preços abaixo de 10 %, como pode ser observado no gráfico 6.

GRÁFICO 6 - CHINA - TAXA DE INFLAÇÃO (%)

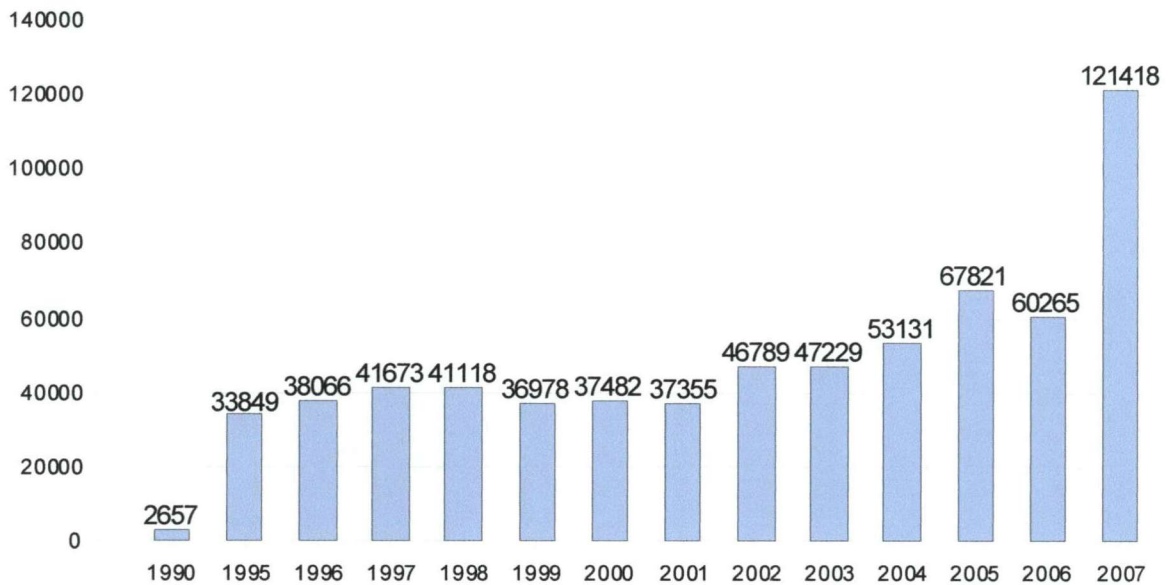


Fonte: FMI. * Dados projetados.

Um dos fatores que contribuem para indução desse crescimento é o investimento direto estrangeiro (IDE). Como pode ser observado no gráfico 7 este tem crescido rapidamente, tendo dobrado em 2007 em relação a 2006, alcançando a importância superior a US\$ 120 bilhões. O país é também o que mais atrai recursos dessa modalidade. Este investimento é representado por empresas em busca do baixo custo de produção, sobre tudo da mão-de-obra e do câmbio competitivo. Entre 1990 e 1996, o IDE representava 98% da conta de capitais da China, revelando o incentivo a capitais de longo prazo (MODENESI e MODENESI, 2006).

Mesmo sendo o IDE controlado e direcionado para ramos de exportação dinâmica, estão sendo implementadas mudanças interessantes aos investidores. A China já aboliu restrições cambiais nesta modalidade, bem como permite que sejam repatriados o principal, juros, dividendos e lucros.

GRÁFICO 7 - CHINA - INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO (MILHÕES US\$)

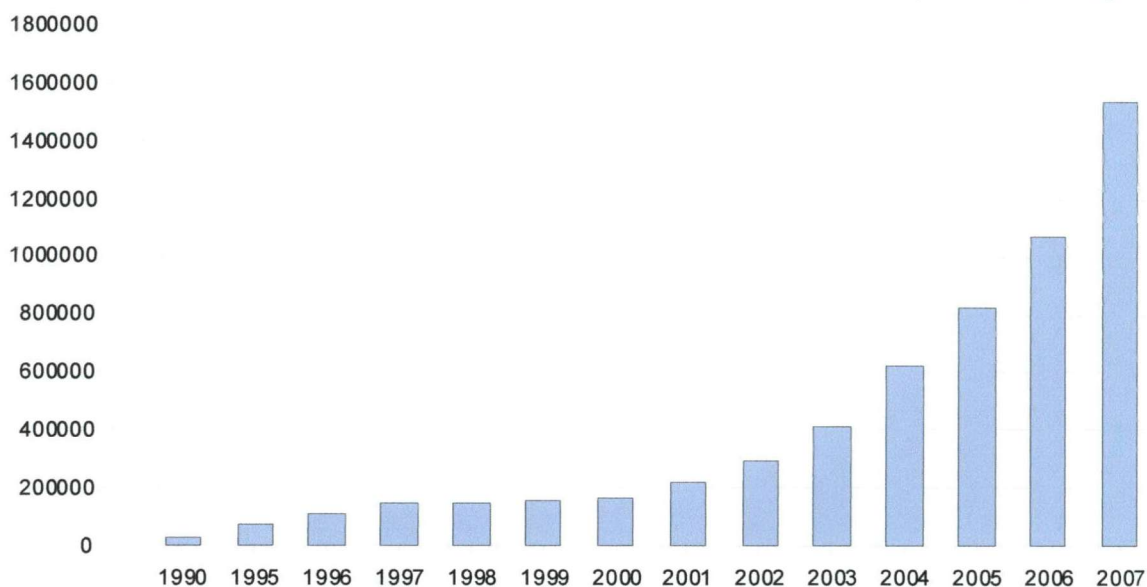


Fonte: ADB Key Indicators 2008.

O caso da China demonstra que controles sobre os capitais não afugentaram os fluxos de IDE, revelando a inconsistência dos argumentos liberalizantes. De forma análoga é confirmada a tese de Stiglitz de que a maior estabilidade gerada por controles atrai mais IDE.

Também um pilar importante no processo de crescimento da China é a taxa de câmbio. Oficialmente o país adota o regime de câmbio flutuante administrado com uma banda restrita, desde 1994. Mas na prática o que ocorre é a manutenção de uma taxa de câmbio fixa e subvalorizada do yuan, a moeda local. Assim é possível manter uma taxa competitiva para as exportações, incorrendo em importantes superávits. Recentemente existem pressões dos Estados Unidos para que o país asiático permita que sua taxa se valorize, haja visto que o país americano é que mais tem sofrido com os desequilíbrios causada pela invasão de produtos chineses. Entretanto, estes permanecem firmes em suas políticas. A manutenção desta taxa é possível por dois motivos, a saber: controle de capitais e alto nível de reservas internacionais, principalmente títulos do tesouro americano. Em 2007 as reservas alcançaram a casa de US\$ 1,5 trilhão.

GRÁFICO 8 - CHINA - RESERVAS INTERNACIONAIS (milhões US\$)



Fonte: ADB Key Indicators 2008.

A partir do exposto é possível notar que os controles de capitais na China desempenham um papel fundamental no processo de desenvolvimento do país. Especialmente na manutenção da taxa de câmbio, que é o alicerce da economia exportadora, bem como no direcionamento do IDE. Sem contar sua obstrução de capitais de curto prazo desestabilizadores. Desta forma a China é um exemplo de utilização de controles duradouros e eficazes.

4.2.3 Índia

Desde de sua independência, ocorrida em 1947, a Índia ficou conhecida por ser uma economia fechada. Apesar de seus flertes com o socialismo, o país sempre foi democrático e não alinhado as grandes potências do pós segunda guerra mundial, tendo uma postura independente política e economicamente. Até o início da década de 1990, as tarifas aduaneiras do país figuravam entre as maiores do mundo, sendo em média 87% em 1991(FILHO e PAULA, 2006). A rúpia, moeda local, não era conversível em conta corrente e os fluxos de capitais tinham fortes restrições, investimentos em portfólio eram proibidos e o investimento direto estrangeiro (IDE) estava sujeito a aprovação (BASTOS *et. al.*, 2006).

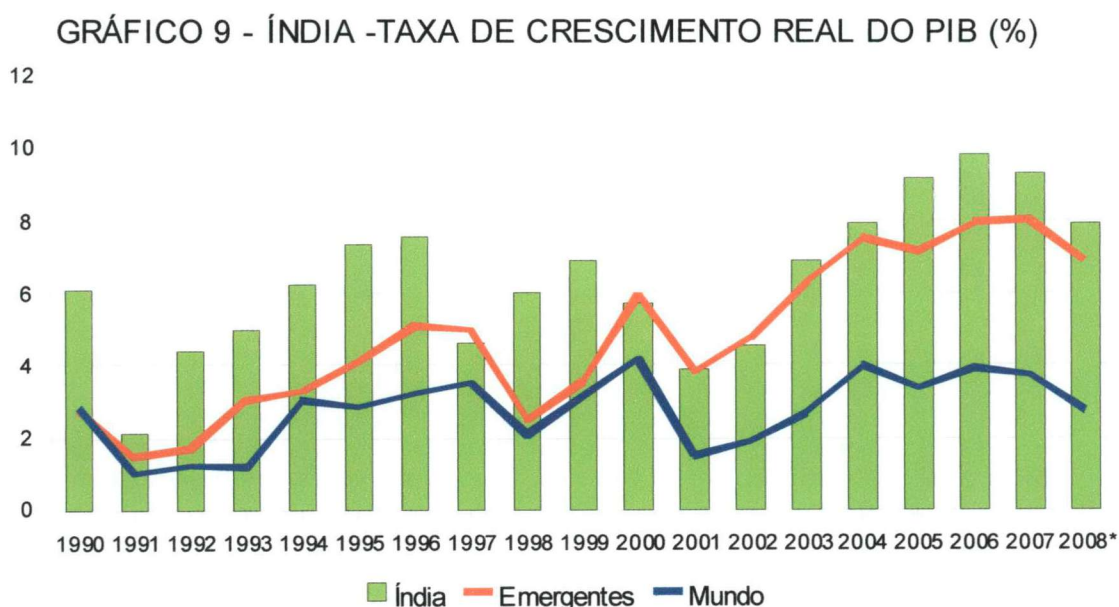
Entretanto, em 1991 o país passou por uma forte crise em seu balanço de pagamentos, para não declarar moratória recorreu ao FMI. Como contra partida o fundo exigiu uma política de ajustamento, ou seja, desvalorização da moeda, implementação de uma série de reformas no sistema financeiro local, nas relações comerciais e na revisão do papel do Estado na economia. Foi neste contexto, que a partir do mesmo ano, iniciou-se um processo de liberalização controlada da economia indiana. Entre as reformas está a mudança de um regime de câmbio fixo para um regime de câmbio flutuante administrado, adoção da conversibilidade da conta corrente em 1994 e um abrandamento dos controles dos fluxos de capital.

No que tange aos controles de capitais, a principal forma adotada pela economia indiana são os controles restritivos ou também chamados administrativos. Estes incidem tanto na saída quanto na entrada. O que aconteceu a partir de 1991 foi um afrouxamento destes controles. Mas a referida liberalização destes controles vem acontecendo de forma gradual e direcionada. Foi autorizado primeiramente uma maior entrada de IDE, que ainda está sujeito a aprovação. Estes têm maior facilidade em setores no qual o governo julga interessante em seu projeto de desenvolvimento, como manufaturas e o setor de serviços. Sendo que a participação estrangeira está sujeita a alguns limites mínimos e máximos de acordo com o ramo. Por outra via, permanece proibido o IDE na agricultura, varejo e construção imobiliária (BASTOS *et. al.*, 2006).

Em 1992, passou a ser autorizado que investidores institucionais estrangeiros (IIEs) participassem do mercado de capitais indiano. Todavia este também permaneceu com várias restrições, estariam sujeitos a aprovação operações no caso do mercado primário de ações. Já no mercado secundário, a participação acionária nas empresas é limitada. A repatriação dos investimentos é permitida, mas com uma taxa de 20% sobre os rendimentos. Os IIEs tiveram permissão a partir de 1996 de comprar títulos públicos, sendo possível repatriar em qualquer tempo tanto o principal como seus rendimentos, sem nenhuma taxa.

Mais um passo no sentido de uma maior abertura foi dado em 2002. Neste ano foi autorizada a conversibilidade dos depósitos de não residentes. Na seqüência, em 2004, remessas de residentes ao exterior também passaram a ser permitidas. Mas com uma restrição quanto as quantidades, transferência máxima consentida é de US\$ 25.000 por ano (BASTOS *et. al.*, 2006). Portanto, apesar das reformas liberalizantes que vem sendo implementadas, o regime de controle de capitais é um dos mais efetivos do mundo.

Quanto ao desempenho desta economia significativamente controlada, tem sido bastante representativo no âmbito global. Haja visto as expressivas taxas de crescimento alcançadas nos últimos anos, em média 6,4% de 1990-2007, de acordo com dados do FMI. Conforme o Gráfico 8, o crescimento real da economia indiana foi maior que a média do crescimento do mundo e dos emergente em praticamente todos os anos. Com algumas desacelerações pontuais devido a choques externos e internos. Ao lado da China, as taxas do referido país são as maiores do mundo nos últimos anos.



Fonte: FMI. * Dados projetados.

Todo esta fascinante ascensão do produto é atribuída a três fatores, a saber: as reformas implementadas a partir de 1991; o grande potencial de expansão do mercado interno, tendo em vista que a população do país é a segunda maior do mundo e uma mão-de-obra altamente qualificada (FILHO e PAULA, 2006). Não pode deixar de ser colocado o papel de uma política econômica coordenada e independente que visa atender o projeto de desenvolvimento nacional, como pode ser notado com o processo de liberalização gradual e direcionado.

A taxa de inflação na Índia apresentou uma conversão para queda ao longo da década passada, mesmo apresentando índices superiores a 10% na maioria dos anos. Mas é interessante notar que a partir de 1999 esta taxa tem girado em torno de 4% ao ano, o que é muito satisfatório tendo em vista as altas taxas de crescimento do país. O que mostra que não necessariamente inflação e crescimento econômico caminham em sentidos opostos. Entretanto, depois de 2005 um movimento de alta que pode ser explicado pelo aumento dos preços das commodities, em especial o petróleo que representa importante fonte de energia no processo de crescimento. Portanto, este é fruto de um choque de oferta, não sendo causada por comportamentos da gestão macroeconômica.

GRÁFICO 10 - ÍNDIA - TAXA DE INFLAÇÃO (%)



Fonte: FMI.* Dados projetados.

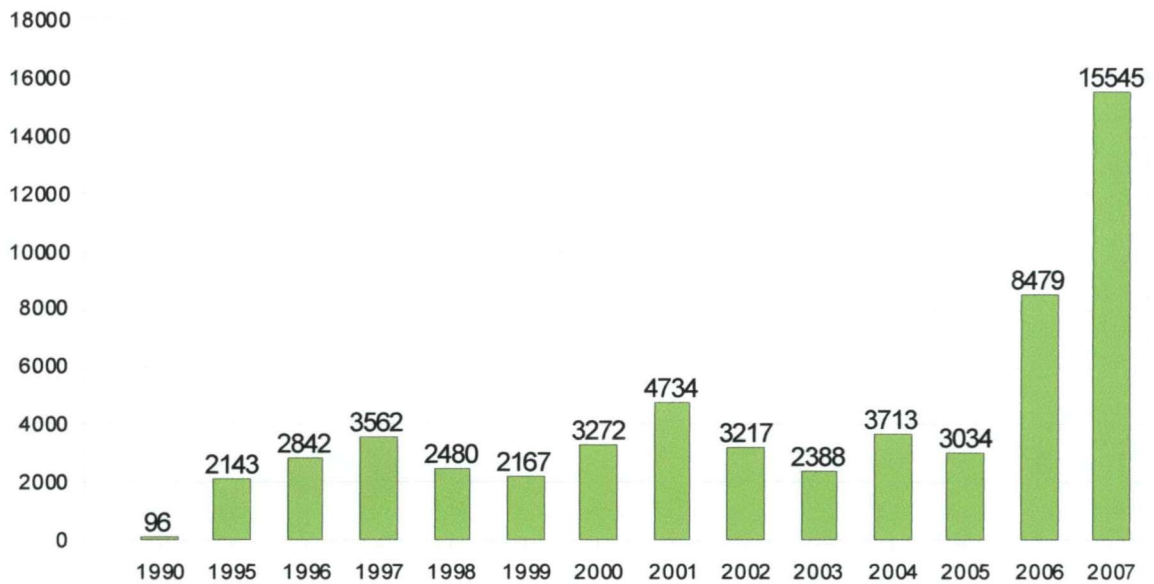
Uma variável fundamental na economia do referido país asiático é a taxa de câmbio, na medida em que é empregada para absorver os choques externos. Como supracitado desde 1991 a Índia adotou um regime de câmbio flutuante administrado, o que tem garantido uma relativa estabilidade. Segundo o FMI, entre os países que adotam o regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio indiana é a menos volátil (FILHO e PAULA, 2006). Apesar da grande participação do Banco da Reserva Índia (Banco Central) com diversos instrumentos, para manutenção da baixa volatilidade do câmbio, controles sobre os fluxos de capital exercem um papel importante para ocorrência desse processo.

Todavia, manter o câmbio estável tem um custo de uma taxa de juros mais volátil, na medida que esta torna-se a variável de ajuste da economia. Mas como citado por FILHO e PAULA (2006) mesmo volátil tem tido uma tendência de queda nos últimos anos, o que é importante na manutenção do estímulo a demanda agregada.

Quanto a vulnerabilidade externa, que está ligada a capacidade de pagamento de suas dívidas e a gestão dos gastos do governo, uma melhora importante tem se evidenciado. O percentual do estoque da dívida em relação ao PIB caiu de 38,8% em 1991, para 20% em 2002 (BASTOS *et. al.*, 2006, pg. 567). Também é relevante comentar que a dívida pública indiana, que representava, em 2002, 81,6% do PIB, é de longo prazo e denominada em rúpia (FILHO e PAULA, 2006, pg. 28). Desta forma o país está menos vulnerável a choques externos.

Em suma, é possível observar que os fluxos de capitais na Índia são caracterizados por ter rígidos controles de caráter fundamentalmente administrativos. Estes controles têm o claro objetivo de privilegiar os investimentos de longo prazo, o que tem garantido estabilidade ao país e mais flexibilidade para absorver choques externos. Uma evidência de como este objetivo está sendo atingido, amplamente apresentado na literatura, é que a Índia foi um dos países que menos sofreu com a crise asiática, acontecida em 1997/98. Neste sentido, André e Ruy MODENESI (2006), afirmam: “Também no caso da Índia, os efeitos da crise asiática parecem ter sido amenizados pela menor vulnerabilidade a choques externos, propiciado por sua política de controles de capitais, centrada no alongamento do prazo das aplicações de recursos externos.”

GRÁFICO 11 - ÍNDIA - INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO (milhões US\$)



Fonte: ADB Key Indicators 2008.

Entretanto é apresentado como ponto negativo destas restrições o fato de a Índia ser, entre os países emergentes, o que menos recebe investimentos estrangeiros diretos (IDE). Como apresentado nos dados do FMI, em 2002, a relação IDE/PIB era de 0,6% na Índia; bem menor que os 3,7% da China, 3,1% do Brasil e 2,1% do México (FILHO e PAULA, 2006). Mas isso não impediu que o país sustentasse uma elevada taxa de crescimento nos últimos anos e mesmo uma ampliação de sua formação bruta de capital fixo, conforme citado por BASTOS *et. al.* (2006). Vale destacar que o setor de serviços (áreas de software, telecomunicações, eletrônicos, etc.), que concentra a maior parte do IDE, é pouco intensivo em capital. Sem contar que as restrições mais intensas de IDE acontecem em setores existe a intenção de desenvolver a indústria local, o que pode ser interessante no longo prazo.

Apesar de alguns aspectos que são questionáveis, como o baixo nível de IDE e uma taxa de juros mais volátil, a Índia apresentasse como um exemplo de sucesso do uso de controles. Isto é atribuído não só pela menor vulnerabilidade da economia, mas pela própria independência na gestão da política econômica e em seu projeto de desenvolvimento. Esta conclusão é possível observando que o resultados positivos superam aparentes deficiências.

4.2.4 Malásia

A economia Malaia é caracterizada por um processo de maior diversificação setorial, iniciado nos anos 1970, com destaque para o ramo de eletrônicos. O principal destino desta produção é a exportação, seguindo o modelo de crescimento utilizado por seus vizinhos. Neste sentido o país buscou uma maior abertura e inserção internacional. Resultados importantes foram obtidos, com uma taxa de crescimento do produto próxima dos 10% durante a primeira metade dos anos 1990. Entretanto, esta abertura tornou o país um dos alvos da crise asiática. Neste contexto foi adotada uma mudança na condução da política econômica. Com destaque para adoção de controles sobre os capitais.

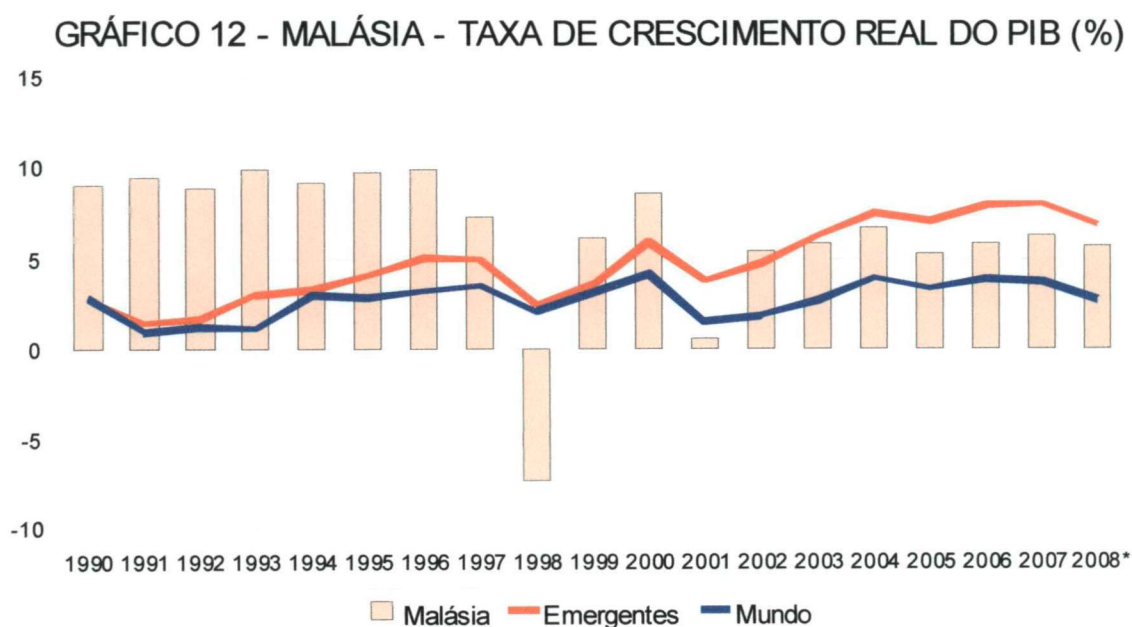
O caso do país do sudeste asiático tornou-se clássico na literatura a respeito de controle de capitais. Isto se deve a dois aspectos. Primeiro devido aos controles serem a saída de capitais, os que mais assustam os agentes de mercado. Em segundo lugar pelo fato de os controles terem sido implementados durante a crise asiática, com objetivo de conter os efeitos da mesma.

Mas esta não foi a primeira experiência do país com o uso de controles de capitais. Em 1994, foi adotado controle a entrada de capitais, assim como no Chile, com o objetivo de conter o excesso de liquidez internacional. Este implicava em um grande fluxo de capitais de curto prazo, pressionando uma apreciação da moeda local (Ringgit). As medidas foram de caráter administrativo, limitando o endividamento dos bancos no exterior e eliminando a remuneração de ativos domésticos adquiridos por bancos estrangeiros (MODENESI e MODENESI, 2006). Entretanto, estes controles duraram pouco mais de um ano.

Com o advento de uma forte fuga de capitais do sudeste asiático, resultado do ataque contra o regime de câmbio fixo adotados pelos países da região, iniciou-se a crise asiática em 1997. A Tailândia foi a primeira vítima, em seguida o efeito contágio espalhou a crise na Ásia oriental. A Malásia foi duramente atingida com sua taxa de variação do PIB ficando negativa em 1998, atingindo a marca de menos 7,36%.

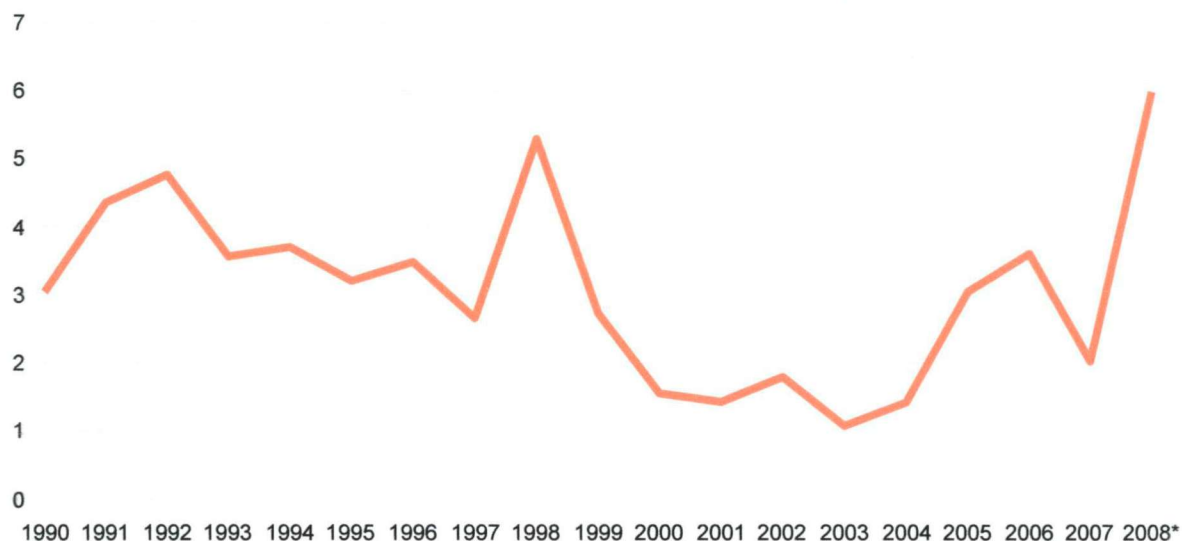
Em princípio o governo malaio seguiu a receita da economia convencional, aumentou os juros e flexibilizou a taxa de câmbio. Mas estas medidas não surtiram efeito, os investimentos caíram e a pressão sobre a moeda local persistia. Neste contexto foram adotados controles de capitais em setembro de 1998 (SILVA,2004). A principal medida foi a proibição de repatriação de investimentos estrangeiros em portfólio pelo período de um ano. Também foram bloqueadas as saídas de recursos de residentes. Objetivo das medidas era conter a fuga de capitais de forma a possibilitar uma queda nos juros e retomar o controle sobre o câmbio. Uma ampliação dos gastos do governo também foi adotada. Estes pontos tinham em vista a recuperação da economia (BASTOS *et. al.*, 2006).

Surpreendendo os críticos as mudanças implementadas pelo governo, a economia obteve uma rápida recuperação. O que superou seus vizinhos que seguiram a risca o modelo imposto pelo FMI (KAPLAN e RODRIK, 2001). Isto fez os controles malaios tornarem-se uma referência obrigatória na literatura. Como pode ser observado no gráfico 12, a partir de 1999 o PIB superou em praticamente todos anos a taxa de crescimento de 5%. Exceto em 2001, fruto da incerteza produzida pelos atentados de 11 de setembro nos Estados Unidos. Sem contar que taxa de inflação tem permanecido em níveis bem controlados, vide gráfico 13.



Fonte: FMI.* Dados projetados.

GRÁFICO 13 - MALÁSIA - TAXA DE INFLAÇÃO (%)

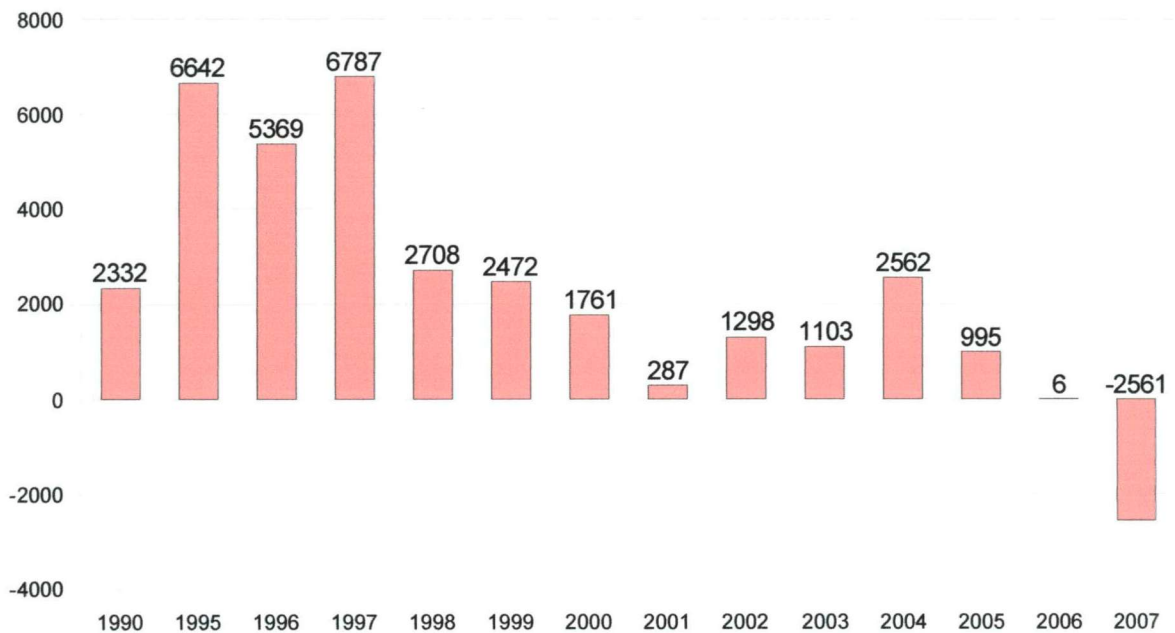


Fonte: FMI.* Dados projetados.

Depois do período de alta turbulência, o governo flexibilizou as restrições. Os recursos passaram a ser tributados de acordo com o tempo de permanência. As regras implementadas a partir de fevereiro de 1999, imponham dois grupos para referência na tributação. A saber, os provenientes antes das novas regras e os que entrassem depois. Os primeiros seriam tributados em quatro faixas: 30% (repatriação nos primeiros 7 meses), 20% (repatriação no 8 e 9 mês depois da entrada), 10% (repatriação no 10 ao 12 mês depois da entrada) e por fim sem tributação para aqueles que estivessem a mais de um ano no país. Para recursos que ingressaram após fevereiro de 1999, passou a ser tributado 30% sobre os lucros, caso fosse repatriado antes de completar um ano. Sobre demais incidiria uma taxa de 10%.

Após a breve análise fica notório que controles de capitais foram fundamentais para uma reversão rápida e sustentável em relação a crise. KAPLAN e RODRIK (2001) concluem que as evidências denotam que os resultados obtidos pela Malásia são melhores do que o da Tailândia e Coréia do Sul, que seguiram o modelo convencional. Apesar de que os fluxos de IDE estarem fugindo da Malásia, como pode ser observado no gráfico 14, ainda apresenta bons resultados.

GRÁFICO 14 - MALÁSIA - INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO (milhões US\$)



Fonte: ADB Key Indicators 2008.

Comentando sobre o desempenho do uso de controles na Malásia SILVA (2004) afirma: “Acredita-se que os resultados foram bons na medida em que contribuíram para conter as pressões especulativas sobre a taxa de câmbio e preservar a autonomia da política monetária”. BASTOS *et. al.* (2006) aponta que a lição do caso malaio é que controles a saída foram importantes a contenção dos efeitos da crise. Mas que não se deve esperar a crise chegar para lançar mão deste instrumento. Seguindo este raciocínio, controles devem ser usados para redução da vulnerabilidade as oscilações externas prevenindo crises. Assim os controles malaios são considerados eficientes e efetivos, servindo de modelo para outras economias.

5 CONCLUSÕES

A partir da análise da opinião de vários economistas renomados, fica evidente que não existe uma unidade de opinião a respeito do uso de controle de capitais no meio acadêmico. Seja a favor, ou não, o fato é que o debate permanece vivo, principalmente depois da crise asiática. Isso conduz à conclusão de que um tema que está em destaque nos debates não é um tema anacrônico. Também é importante salientar que a corrente de economistas que defende o uso de controle de capitais, tem representantes em diversas matizes do pensamento econômico, com heterodoxos de diversos níveis e até alguns denominados como mais convencionais. Demonstrando que o grupo é representativo, sem contar que entre estes figuram vários ganhadores do prêmio Nobel de economia. Portanto, a falta de consenso de ambas as partes, revela a necessidade de mais debates.

A história também nos remete à relevância que os controles tiveram. Mesmo nos momentos em que havia livres fluxos, foi possível observar falhas no sistema que poderiam ser sanadas por controles. Assim como as idéias liberais pareciam finitas durante Bretton Woods, mas regressaram, o mesmo pode ocorrer com controles. A história pode não se repetir da mesma forma que no passado, mas nos ensina valiosas lições para não cometermos os mesmos erros no futuro. Neste sentido, controles devem ser discutidos e readaptados ao contexto contemporâneo.

Por fim, analisando as evidências empíricas e contemporâneas, tem-se por rejeitada a idéia de que a liberalização é a única via. Os resultados não são conclusivos sobre se liberalizar ou controlar capitais pode melhorar o crescimento econômico. Da mesma forma alegações de que países que utilizassem controles seriam alijados do contexto internacional, em prejuízo ao seu desenvolvimento, também não se confirmam, como mostram os estudos de caso. Não se pode afirmar que o bom desempenho dessas economias seja responsabilidade de controles, porém de forma alguma estes têm obstruído o referido processo. Portanto, a falta de consenso entre acadêmicos e os resultados econométricos, bem como os bons resultados de economias contemporâneas que usam controles, levam à conclusão de que controles não são uma idéia do passado. Mas precisam ser discutidos e estudados, sobretudo pelos países emergentes, mais vulneráveis às oscilações da economia internacional.

REFERÊNCIAS

- ASIAN DEVELOPMENT BANK. Key indicators 2008 for Asia and the Pacific: agosto, 2008. Disponível em: <www.adb.org/Documents/Books/Key_Indicators/2008/> Acesso em: 13 out. 2008.
- BASSO, L; PINHO, F; SILVA, M. Controle de capitais e crescimento na América Latina – a Experiência da Década de 1990. Social science research network, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=289483> Acesso em : 18 out. 2008.
- BRESSER PEREIRA, L. A crise da América Latina: consenso de Washington ou crise fiscal? Pesquisa e Planejamento Econômico, 21 (1), abril 1991: 3-23. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/1991/91-AcriseAmericaLatina.pdf>> Acesso em : 13 Set. 2008.
- _____, Estado e mercado no novo desenvolvimentismo. Nueva Sociedad. Nº 210, julho-agosto de 2007a. Disponível em: <http://www.nuso.org/upload/articulos/3444_2.pdf> Acesso em : 30 set. 2008.
- _____. Macroeconomia da Estagnação. São Paulo: Ed. 34, 2007b.
- COOPER, J. Should capital controls be banished?. Brookings Papers on Economic Activity, 1999.
- CARVALHO, F; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais In: CARVALHO, F. et al. Câmbio e controle de capitais: avaliação a eficiência de modelos macroeconômicos . 1ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006. p. 1-28.
- DAMASCENO, A. Liberalização de conta de capitais e crescimento econômico: Evidências de dados em painel para a América Latina. Anais do XXXIII Encontro Nacional de Economia ANPEC. Natal, 2005. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro_2005.htm> Acesso em : 06 out 2008.
- DAVIDSON, P. The case for regulating international capital flows. Social Market Foundation. Londres, 1998.
- EDWARDS, S. Capital Mobility and performance: are emerging economies different? National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP nº 8076, 2001.
- EICHENGREEN, B. A globalização do capital : Uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: Ed. 34, 2000.
- FRIEDMAN, M. "The Case for Flexible Exchange Rates". Essays in Positive Economics. The University of Chicago Press, 1953.

FILHO, F; ARAÚJO, J. Caos, incerteza e teoria pós-keynesiana. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2000. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2000_02.pdf> Acesso em : 18 out 2008.

_____; PAULA, L. Liberalização financeira e performance econômica: a experiência recente do BRIC. Centro de Estudos para o desenvolvimento, 2006. Disponível em: <www.corecon-rj.org.br/pdf/ced_bric_sep.pdf> Acesso em : 26 out 2008.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. World Economic Outlook Database: outubro, 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/index.aspx>> Acesso em: 12 out. 2008.

GALA, P. Política cambial e macroeconomia do desenvolvimento. São Paulo, 2006. Tese (Doutorado em Economia de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

JOHNSON, S. *et al.* Malaysian capital controls: macroeconomics and institutions. IMF Working Paper, 06/51, 2006. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0651.pdf>> Acesso em : 26 mai. 2008.

KAPLAN, E; RODRIK, D. Did the malaysian capital controls work? Harvard University, Feb 2001. Disponível em: <<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/Malaysia%20controls.PDF>> Acesso em : 18 out 2008.

KEYNES, J. The collected writings of John Maynard Keynes. Londres: Macmillan, 1980.

MENDES, L. Do padrão ouro a Bretton Woods: algumas considerações. Universidade Federal de Brasília, 2005. Disponível em <www.unb.br/face/eco/peteco/dload/monos_022005/livia.pdf> Acesso em : 09 nov. 2008.

MODENESI, A. M; MODENESI, R. Controle de capitais uma proposta da esquerda? In: CARVALHO, F. C. *et al.* Câmbio e controle de capitais: avaliação a eficiência de modelos macroeconômicos . 1ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006. p. 57-85.

NEELY, C. An introduction to capital controls. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Nov/Dez 1999. Disponível em <<http://research.stlouisfed.org/publications/review/99/11/9911cn.pdf>> Acesso em : 04 ago. 2008.

OREIRO, J. *et al.* Fluxos e controles de capitais no Brasil: Avaliação e proposição de Política. In: SICSÚ, J. Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. 1ª ed. Rio de Janeiro: Manole, 2003. p. 65-111.

PUDWELL, C. Fluxos de capital: liberdade ou controle? Textos para discussão BRDE, abr 2003. Disponível em: <www.brde.com.br/estudos_e_pub/TD%202003-01%20Fluxos%20de%20Capitais.doc> Acesso em : 18 out 2008.

QUINN, D. The Correlates of Change in International Financial Regulations. *American Political Science Review*, 91 (3), 1997.

RODRIK, D. Who need Capital Account Convertibility? *Princeton Essays in International Finance*, International Finance Section, Princeton University, n° 207, 1998.

ROGOFF, K. Managing the world economy. *The economist*, 2002. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/vc/2002/080302a.htm>> Acesso em : 26 set. 2008.