X Encontro Nacional de Economia Política

Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP)

Sub-área 13: Economia e Finanças Internacionais

# Título: Controle de capitais: uma comparação internacional

Pedro Paulo Zahluth Bastos[*]

André Martins Biancareli[**]

Simone Silva de Deos[***]

**Resumo:** O artigo aborda o tema dos controles de capitais e sua possível utilização pelo Brasil, a partir de uma dupla perspectiva. De um lado, apresenta as linhas gerais da discussão contemporânea, tomando como eixo as posturas do FMI e o posicionamento recente de economistas brasileiros, com o intuito de ressaltar as vantagens dos possíveis instrumentos de controle, dada a configuração atual das finanças internacionais. De outro, apresenta um resumo de cinco casos nacionais recentes de uso de controles de capital (Chile, Malásia, Tailândia, China e Índia), procurando diferenciá-los segundo as formas de inserção destes países na economia mundial, o momento de implementação dos controles, os objetivos visados e sua relação com outros instrumentos de política econômica.

Palavras-chave: controles de capital; estratégias de desenvolvimento; análise comparada

JEL F32; F36; O57

**Abstract:** The purpose of this article is to discuss the advantages and disadvantages of different forms of capital controls in light of the experiences of five developing countries: Chile, Malaysia, Thailand, China and India. We analyse these experiences comparing: 1) the types of links of these countries to the global economy; 2) the timing of the implementation of such controls; 3) the expected goals and their relation with other economic policy instruments. To achieve that, we first present a brief analysis of the historical context in which the multilateral agenda about liberalization/capital controls developed during the 1990's, emphasizing IMF's postures; subsequently we present a survey of recent Brazilian debates, regarding advantages and disadvantages of capital controls; and then we move to the international comparative analysis.

Key words: capital controls; development strategies; comparative analysis

[*] Professor-Doutor, Instituto de Economia, Unicamp.
[**] Doutorando, Instituto de Economia, Unicamp.
[***] Professora-Doutora, Instituto de Economia, Unicamp.

# Controle de capitais: uma comparação internacional

Pedro Paulo Zahluth Bastos[*]
André Martins Biancareli[**]
Simone Silva de Deos[***]

**Resumo:** O artigo aborda o tema dos controles de capitais e sua possível utilização pelo Brasil, a partir de uma dupla perspectiva. De um lado, apresenta as linhas gerais da discussão contemporâneo, tomando como eixo as posturas do FMI e o posicionamento recente de economistas brasileiros, com o intuito de ressaltar as vantagens dos possíveis instrumentos de controle, dada a configuração atual das finanças internacionais. De outro, apresenta um rápido resumo de cinco casos nacionais recentes de uso de controles de capital (Chile, Malásia, Tailândia, China e Índia), procurando diferenciá-los segundo as formas de inserção destes países na economia mundial, o momento de implementação dos controles, os objetivos visados e sua relação com outros instrumentos de política econômica.

Palavras-chave: controles de capital; estratégias de desenvolvimento; análise comparada

JEL F32; F36; O57

## Introdução

Em meados de fevereiro de 2005, num momento em que o elevado diferencial de taxas de juros e a configuração favorável dos mercados financeiros internacionais ensejavam um movimento de forte apreciação do câmbio no Brasil, Affonso Celso Pastore causou certa surpresa ao defender o uso do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) como forma de desincentivar o influxo de capitais de curto prazo. Mesmo que existam sérias dúvidas sobre a adequação da medida diante das forças que de fato determinavam o movimento do câmbio, e que a proposta venha acompanhada de uma retórica agressiva endereçada à heterodoxia, o episódio é bastante ilustrativo.[1] Além de explicitar a que ponto havia chegado a postura passiva da política econômica brasileira, a defesa de tal instrumento por um economista notoriamente ortodoxo reafirma, por vias tortas, a necessidade de se discutir o tema dos controles de capital. As últimas medidas implementadas e em estudo pelo Banco Central (unificação dos mercados de câmbio; extinção das contas CC-5 ampliando as possibilidades de remessa de divisas ao exterior; e

[*] Professor-Doutor, Instituto de Economia, Unicamp.
[**] Doutorando, Instituto de Economia, Unicamp.
[***] Professora-Doutora, Instituto de Economia, Unicamp.

[1] "Pastore sugere taxar capital de curto prazo", *Valor Econômico*, 22/02/2005, onde se lê: "Acho que eu tenho uma tradição de luta contra a heterodoxia em mais de 40 anos de profissão que me autoriza perfeitamente a defender um IOF no ingresso de capital, num momento em que esse fluxo de curto prazo está gerando uma distorção e menos eficácia na política monetária, sem que ninguém me acuse de ser um adesista à visão burra da esquerda de que controle do movimento de capitais produz uma política monetária mais eficaz." Sobre a insuficiência da medida para afetar os movimentos atuais no câmbio brasileiro – mais ligado às operações nos mercados de derivativos, que prescindem de uma volumosa entrada física de divisas, operando através dos depósitos de margens e garantias bancárias –, ver Farhi (2005).

dilatação do prazo para a internalização das receitas de exportação, com vistas ao fim da cobertura cambial) reafirmam a necessidade de debate.

O presente artigo procura contribuir para o entendimento do tema a partir de uma dupla perspectiva. De um lado, apresenta as linhas gerais da discussão contemporânea tomando como eixo as posturas do FMI (seção I) e o posicionamento de economistas brasileiros nos últimos anos (seção II), com o intuito de ressaltar as vantagens dos possíveis instrumentos de controle, dada a configuração atual das finanças internacionais. De outro, apresenta um resumo de cinco casos nacionais recentes de uso de controles de capital (seção III), procurando diferenciá-los quanto às formas de inserção destes países na economia mundial, ao momento de implementação das medidas, aos objetivos visados e sua relação com outros instrumentos de política econômica. Breves conclusões encerram o trabalho.

## I. Os controles na agenda internacional

Nos anos 1990, a agenda financeira internacional pode ser dividida em dois períodos, tendo como marco as crises de 1997. No primeiro momento, a agenda de liberalização financeira defendida pelo Fundo Monetário Internacional e, com maior vigor, pelo Departamento do Tesouro estadunidense, difundiu-se rapidamente, visando integrar os chamados mercados emergentes à globalização financeira. Governos de países que abrigam centros de serviços financeiros e mercados de capitais internacionais também se mostraram favoráveis à liberalização, concluída na OCDE até o final dos anos 1980 e transferida, a seguir, também para a agenda do GATS na OMC. Formou-se assim, ao longo da década, uma ampla coalizão internacional interessada no estabelecimento de regras que limitassem a possibilidade de imposição soberana de controle de capitais, defendendo liberar tanto autorizações de estabelecimento para venda de serviços, quanto fluxos financeiros transfronteiriços. O objetivo era em parte disciplinar países com histórico de moratórias e controles cambiais e que faziam a "volta ao mercado" depois das crises da dívida externa nos anos 1980.

As reformas liberalizantes já eram recomendadas pelo Departamento do Tesouro (e mais tarde pelo FMI) na segunda metade dos anos 1980, mas tinham pouca eficácia prática antes que aplicadores voltassem a buscar rendimentos superiores e arriscados em mercados emergentes, fugindo da recessão conjunta das economias desenvolvidas no início dos anos 1990. Neste contexto, os países receptores liberaram contas de capital, reagindo de modo quase simultâneo, mas descentralizado, a pressões de mercado pela "desregulamentação competitiva", visando

atrair capitais oriundos de países desenvolvidos. Os aplicadores, por sua vez, buscavam rendimentos e riscos maiores, mas se mostravam incomodados com a ausência de regimes multilaterais que garantissem ou, pelo menos, regulamentassem as condições de retirada destas aplicações e seus rendimentos líquidos.

A pressão diplomática a favor de acordos de liberalização financeira iniciou-se com o *boom* dos mercados emergentes nos anos 1990, aumentou depois da crise mexicana em 1994-5, e chegou ao auge na Assembléia Conjunta do FMI e do Banco Mundial em setembro de 1997. Coincidentemente, esta assembléia havia sido agendada para Hong Kong antes da crise financeira e cambial asiática. O documento preparatório do Comitê Interino era ambicioso, propondo emendas dos Artigos do Acordo do Fundo que inverteriam o espírito do texto negociado por Keynes e White durante a guerra, alegando, de fato, ser tempo de acrescentar "um novo capítulo ao Acordo de Bretton Woods. Os fluxos de capital privado adquiriram muito mais importância para o sistema financeiro internacional, e um sistema cada vez mais aberto e liberal provou ser altamente benéfico à economia mundial".[2]

O "terremoto" sobre os mercados mundiais inviabilizou a proposta de emenda que tornava a liberalização financeira um dos objetivos explícitos do FMI e dos países-membros. Depois da sucessão de crises a partir de 1997, ela foi substituída por uma agenda típica da crise financeira. O escopo das propostas desta nova agenda ia desde a eliminação completa ou o enfraquecimento severo do FMI (sob inspiração de figuras de prestígio do Partido Republicano como George Schultz e Allan Meltzer) a seu reforço financeiro e político (indesejável para importantes países-membros). Ao mesmo tempo, vozes bem posicionadas e críticas à liberalização - por exemplo Rodrik (1998) e Stiglitz (2000) - se faziam ouvir nos círculos acadêmicos e, com menor influência, nos organismos financeiros multilaterais.

Na prática, os debates no Fundo centraram-se em torno à proposta formalizada no final de 2001 pela vice-diretora-gerente, Anne Krueger, regulamentando a suspensão temporária de pagamentos, a moratória preventiva e a reestruturação ordenada da dívida externa durante crises financeiras, evitando que a solvência de um país sofra contágio de crises de liquidez.[3]

---

[2] *Apud* Blustein, P. (2001). Ver também o discurso de abertura da Reunião Conjunta, feito por S. Fischer, publicado em *Essays in International Finance*, n. 207, May 1998, que traz outros artigos sobre o tema.

[3] Significativamente, Krueger (2002) admitia que a globalização financeira tinha avançado excessivamente desregulamentada: "Processos de grande extensão nos mercados de capitais, nas últimas duas ou três décadas, não foram acompanhados pelo desenvolvimento de um arcabouço regulatório confiável para a coordenação do crédito, no qual os papéis dos devedores, credores e da comunidade internacional sejam claramente definidos". Sobre esta e outras propostas discutidas no período, ver por exemplo Ghosal & Miller (2003). Cabe lembrar que alguns *papers* da equipe técnica do FMI passaram a enfatizar as imperfeições da liberalização e mesmo a admitir, em certas circunstâncias, o efeito positivo do controle de capitais. Ver em especial Prasad *et al* (2003).

Esta proposta também não vingou, em razão da resistência do Departamento do Tesouro dos EUA a conferir poder à agência multilateral para coordenar reestruturações de dívidas. Foi retirada de pauta nas vésperas da Assembléia Conjunta do FMI e do Banco Mundial de abril de 2003, em Washington. Em seu lugar, foi alçada ao centro da agenda a Cláusula de Ação Coletiva (CAC), mecanismo defendido pelo Tesouro e mediante o qual eventuais reestruturações seriam realizadas diretamente entre governos devedores e, pelo menos, a maioria dos credores.[4]

Enquanto os impasses em torno a um regime de regulamentação multilateral da suspensão temporária de pagamentos e de reestruturação da dívida se confundem com controvérsias sobre as funções do FMI, questionando seu papel na prevenção/gerenciamento de crises financeiras, reações nacionais se desenvolvem, seja por países exportadores, seja por importadores de capitais. Alguns países credores devem seguir o exemplo de proteção de aplicadores dos Estados Unidos, que negociaram regras contra imposição de novos controles à saída, ou preferências para liberação de recursos caso uma imposição geral de controles se imponha, em acordos recentes celebrados com Cingapura e Chile. Enquanto isto, alguns países em desenvolvimento recorrem a controles de capitais para diminuir sua vulnerabilidade a certos efeitos indesejáveis da liberalização financeira.

Nesse contexto, opiniões de alguns representantes do *mainstream* acadêmico, favoráveis a outros aspectos da liberalização econômica, parecem contestar as idéias estabelecidas sobre as vantagens da abertura financeira e enxergar com olhos mais complacentes – e até elogiosos – uma inserção mais prudente.[5]

## II. Os controles e suas vantagens, na voz dos economistas brasileiros

Se a agenda internacional caminha na direção de maior abertura às vantagens dos controles de capitais, as posturas críticas à liberalização passariam, no debate brasileiro, por um aprimoramento de diagnósticos e propostas, uma vez identificados os principais contornos da globalização financeira e os constrangimentos impostos às políticas econômicas nacionais (Coutinho & Belluzzo, 1996; Freitas & Prates, 2001).[6]

---

[4] O relativo êxito da Argentina em sair da maior moratória já declarada promete acrescentar novos elementos e mais polêmica à discussão. Cabe lembrar que o Brasil, dentre outros países, já lançou títulos com a CAC em 2004.

[5] Além dos trabalhos já citados, ver Williamson (2004); Rojaz-Suarez (2004); Gourinchas & Jeanne (2003); e Bhagwati (1998).

[6] Para um aprofundamento da análise das propostas específicas dos críticos à liberalização financeira no Brasil, ver Biancareli (2003).

Iniciativas visando endividamento externo sustentável foram propostas por exemplo por Batista Jr. (1997), se desdobrando mais recentemente em sugestões específicas em vários trabalhos dedicados ao tema: limites e maior fiscalização no envio de divisas ao exterior pelas contas CC-5; uso ativo do IOF na calibragem da entrada de recursos; e estabelecimento de "depósitos compulsórios" à moda chilena.[7]

Outras propostas devem ser realçadas:

1) Batista Jr. (2002) sugeriu limitar ou proibir instrumentos de *put* e *call option*, que permitem ou exigem o pré-pagamento de dívidas no exterior e contribuem para exacerbar movimentos de manada em momentos de crise;
2) Carneiro (2003) sugeriu limites para as posições compradas e vendidas dos bancos nos mercados de divisas e, sobretudo, a criação de um mercado de câmbio dual - que separe transações comerciais e de investimento direto, de um lado, dos fluxos mais especulativos de *portfólio*, de outro, durante um período de transição após a imposição dos controles, como iniciativa emergencial para evitar a fuga de capitais;[8]
3) De Paula, Oreiro & Silva (2003) sugeriram a restrição das possibilidades de emissões externas às empresas e bancos com classificações de risco acima de um limite de segurança.

Boa parte dessas iniciativas, de certa forma, precisa continuamente adaptar-se à evolução das inovações financeiras. Hoje, por exemplo, a defesa de uma postura ativa no uso do IOF não pode ignorar que os fluxos de entrada e saída física de capital não são determinantes principais do movimento do câmbio, mas sim as operações alavancadas nos mercados futuros de juros e câmbio na BM&F, atreladas às negociações nos mercados *offshore* da moeda brasileira, do tipo NDF (*non-deliverable forward)*. Esta inovação requer maior sofisticação nas tentativas de controle, exigindo limites e proibições a determinadas operações nos mercados de derivativos.[9]

---

[7] Cf. Batista Jr. (2002); Carneiro (2003); Carvalho (2003); e Paula, Oreiro & Silva (2003). A proposta de Batista Jr. (1997) incluía: controle do ritmo de absorção de capitais e de crescimento dos passivos externos; controle da estrutura temporal das obrigações acumuladas; garantia de financiamento da formação de capital e não do consumo; atenção para a qualidade dos investimentos financiados; direcionamento prioritário para setores exportadores ou substituidores de importações; e cuidado para evitar que empresas e bancos descasassem passivos e ativos em moeda estrangeira.

[8] Cabe lembrar que a iniciativa emergencial iria exatamente na contramão das medidas do BC de unificação formal dos segmentos (que já operavam na prática sem fronteiras).

[9] Cf. Farhi (2004 e 2005). Evidentemente, já não faz sentido também advogar o controle de contas de não residentes no sistema financeiro doméstico (CC-5), já que estas acabam de ser extintas pelo Banco Central, eliminando este requisito (conta em nome de não residente) para a conversão e envio de recursos em moeda nacional ao exterior.

Independentemente da necessidade contínua de adaptação, as iniciativas de controle têm um objetivo invariável: conferir autonomia na gestão das políticas macroeconômicas, em busca de maior independência em relação aos mercados financeiros de curto prazo, seja perante movimentos de arbitragem de taxas de juros, seja perante movimentos de pânico e contágio de crises financeiras. A idéia é que, de um lado, controles de capitais de curto prazo permitiriam desvincular, em parte, a taxa de juros local das taxas externas, e reduziriam a volatilidade cambial. De outro lado, os controles tenderiam a alongar o passivo externo e reduzir a exposição de governo, bancos e empresas ao risco cambial ou a *credit crunch* abrupto durante crises de liquidez.

Tudo isso, de certa forma, fundamenta uma vantagem adicional, de natureza política: os controles de capital tendem a reduzir o poder de veto dos agentes do mercado financeiro internacional a políticas pró-crescimento, reforçando a autonomia de política econômica para canalizar a riqueza financeira, a baixas taxas de juros, para investimento em ativos de capital fixo, geradores de renda e emprego, inibindo ganhos especulativos, a curto prazo, em mercados de ativos líquidos. Com isto, governos podem ser mais responsáveis perante aspirações democráticas (pleno emprego e gastos sociais) ao invés de se responsabilizarem, a todo momento, por assegurar sua "credibilidade" perante gestores de portfólio interessados em ganhos patrimoniais de curto prazo — o assim chamado "mercado".[10]

Quanto às desvantagens, em geral são mencionadas as dificuldades de transitar para um regime de controles sem induzir crises financeiras; a ineficácia de controles diante da agilidade dos aplicadores para fugir das tentativas de regulamentação; e os efeitos negativos da intervenção no livre jogo das forças de mercado, impedindo a alocação eficiente de recursos.[11]

As duas primeiras objeções são de inegável importância *operacional,* mas não parecem desaconselhar controles de capital em geral. Quanto à dificuldade de transição, não é verdade que qualquer imposição de controles induz, por efeito de perda de credibilidade, uma retração duradoura do financiamento externo ao país em questão — vide o caso malaio. O que parece haver, de fato, são momentos mais oportunos que outros para fazê-lo, de modo a evitar que controles de capitais a curto prazo "contaminem" desembolsos de médio e longo prazo. Quanto à ineficácia, a análise da experiência internacional sugere a necessidade de uma gestão ampla, atenta e flexível dos controles para evitar vazamentos inesperados.

---

[10] Para uma discussão ampla, cf. Carvalho & Sicsú (2004).

[11] Para um exemplo da literatura internacional crítica dos controles, ver Edwards, 1999. Análises da experiência brasileira, com as mesmas conclusões, se encontram em Garcia & Barcinsky (1996) e Cardoso & Goldfajn (1998).

Finalmente, a idéia que os controles impedem a alocação eficiente de recursos não é corroborada pela experiência histórica; pelo contrário, fluxos livres de capitais a curto prazo têm efeitos sobre câmbio e juros que podem sinalizar e induzir decisões de investimentos que não se mostram rentáveis ao longo do tempo. Por outro lado, controles de capitais a curto prazo não parecem inibir influxos de investimento direto, particularmente quando se permite evitar a apreciação cambial (que pode inibir investimentos em setores *tradables*), na fase de abundância de capitais a curto prazo, e evitar a excessiva volatilidade/depreciação cambial (que deprime a rentabilidade de investimentos em setores *non-tradables*), na fase de retração da liquidez internacional (*flight to quality*).

O mínimo que se pode dizer, assim, é que o tema dos controles ensejou amplos esforços de reflexão e proposição por parte de vários economistas brasileiros. Instrumentos, objetivos e argumentos parecem estar muito claros, desde que se parta da concepção de que a integração desregulada às finanças internacionais não é o melhor caminho para o desenvolvimento de países como o Brasil. O problema – que a análise das experiências nacionais ajuda a ilustrar – é que a questão não se resolve no plano estritamente técnico ou acadêmico.

## III. Experiências internacionais

Em geral, pode-se apontar dois tipos básicos de controle, à entrada e à saída de capitais, como veremos comparando experiências nacionais emblemáticas. O primeiro tipo tem caráter mais preventivo (como para Chile, Índia e China), e o segundo tende a ser adotado emergencialmente durante crises de liquidez (como na Malásia ou na Tailândia). O que não significa que uma estratégia cuidadosa de inserção externa não deva envolver controles de saída, como fazem China e Índia, nem que controles de entrada não possam ser utilizados durante fases de escassez de divisas, como no Chile.

Quanto aos instrumentos de controle, eles podem ser diretos ou administrativos, e indiretos ou "precificados". Os primeiros envolvem proibições completas ou limites quantitativos explícitos que reduzem o escopo da liberdade de gestão privada de portfólios. Estes limites administrativos podem restringir, em termos de valores e prazos, tanto a exposição cambial de bancos e empresas, quanto a alavancagem de recursos locais para transações cambiais, para residentes e/ou não-residentes, recorrendo às vezes a procedimentos de autorização burocrática de decisões privadas.

Os instrumentos indiretos ou "precificados", por sua vez, buscam desencorajar fluxos de capital aumentando seus custos, através de desestímulos tributários, depósitos compulsórios, taxas de câmbio múltiplas, requerimentos mínimos de colateral e outros mecanismos. É claro que controles diretos e indiretos podem se complementar, e freqüentemente o fazem, em experiências nacionais concretas. Nossa abordagem das experiências selecionadas não tem por objetivo, aqui, detalhar a análise das técnicas usadas em cada caso, mas diferenciá-las quanto ao sentido das políticas de controle adotadas em cada país.[12]

Embora se faça referência às técnicas de controle usadas em cada caso, o intuito central aqui é comparar as experiências nacionais mostrando que as vantagens (e desvantagens) dependem não apenas de competência técnica mas, sobretudo, de aspectos mais amplos que diferenciam cada experiência: 1) as formas de inserção destes países na economia mundial; 2) o momento de implementação de controles; 3) sua relação com outros instrumentos de política econômica e, em particular, com as reformas estruturais liberalizantes propostas pelas instituições financeiras multilaterais (FMI/Banco Mundial).

Desde logo, cabe alertar que os países em questão não têm *em comum* qualquer rejeição apriorística às reformas liberalizantes, nem estavam em estágios semelhantes na implementação da agenda de liberalização financeira. De fato, alguns deles instituíram controles de capitais depois de crises dos regimes liberais instituídos ou aprofundados na década de 1990 (Malásia e Tailândia); o Chile, por sua vez, já havia instituído controles desde a crise financeira anterior, no início da década de 1980, e buscou evitar os efeitos considerados negativos de entradas de capital excessivas e voláteis no início dos anos 1990, muito embora não rejeitasse outras reformas liberalizantes. Por outro lado, China e, em menor medida, Índia, combinaram controles de capitais com um movimento tímido de liberalização em outros campos, preservando um conjunto de instrumentos de coordenação à disposição de Estados nacionais que, abertamente, rejeitavam recomendações do chamado Consenso de Washington.

Tampouco estas experiências têm, em comum, o êxito: Chile e Tailândia, em particular, não instituíram controles extensivos e profundos o suficiente, quando necessário, para protegerem-se de fugas de capital orientadas pelo temor de perdas patrimoniais e/ou pela expectativa de ganhos especulativos. Estas cinco experiências têm em comum, porém, a *intenção* de protegerem-se contra movimentos de capitais orientados, a curto prazo, por cálculos privados de gestão patrimonial, antes ou depois que estes movimentos privados provocassem, nos campos

[12] Para um apanhado geral de experiências nacionais, com análises detalhadas de instrumentos técnicos, ver os estudos do FMI: Ariyoshi et al (2000); a coletânea da UNCTAD (2003); e Epstein, Grabel, & Jomo (2003).

financeiro e cambial, crises representativas do fracasso da gestão pública das economias capitalistas. Estas experiências nacionais também têm em comum o fato de realizarem-se *a despeito* das recomendações e, em alguns casos, das condicionalidades de programas de supervisão e financiamento de balanço de pagamento monitorados pelo Fundo Monetário Internacional, isto é, de realizarem-se contra as tendências da regulação financeira e cambial *multilateral.* Em outras palavras, a imposição unilateral de controles é representativa do fracasso do regime multilateral liberalizante em prevenir e/ou controlar crises de balanço de pagamentos, independentemente da origem das crises. Com efeito, tenham estas crises resultado do contágio de crises financeiras internacionais e/ou da reversão de ciclos financeiros locais (mal regulados e supervisados domesticamente), a imposição unilateral de controles de capitais mostrou-se tanto mais exitosa quanto mais tenha aprofundado a *rejeição* ao regime multilateral predominante.

### III.1. Chile

A experiência do Chile com controle de capitais, nos anos 1990, ilustra o uso típico de controles à entrada, com objetivos preventivos, em momentos de abundância de liquidez internacional. Por outro lado, é digno de nota que, neste caso, o uso de controles não implicou em rejeição da estratégia de integração internacional ampla. Mas esta experiência mostra, também, a necessidade de controles à saída em momentos de contágio de crises de liquidez internacionais.

Para dar uma noção do avanço da integração internacional característico da estratégia chilena, registre-se que a relação fluxo de comércio/PIB, para bens e serviços, mais do que dobrou entre os períodos 1970-73, que já foi marcado por forte inflação de *commodities,* e 1989-1999, para o qual o fluxo de comércio foi, em média, superior a 60% do PIB. Ou seja, os controles cambiais impostos nos anos 90 não se articularam a uma rejeição da estratégia de integração pautada em especialização comercial tradicional e abertura do setor industrial e de serviços, seguida desde o início do regime autoritário. O caminho escolhido pela política externa chilena continuou sendo o alinhamento estratégico com seu principal parceiro econômico, os EUA. Neste sentido, foram direcionados esforços, rejeitados pelo Congresso de maioria Republicana ao longo do governo Clinton, para celebrar um Acordo de Livre Comércio, profundo em regras e tímido em acesso a mercados sensíveis. Enfim, a conclusão deste acordo bilateral em 2002 reforçou a estratégia de integração liberal, ao limitar a possibilidade de

imposição de controles de capital, ainda que as pressões para a privatização do setor de extração mineral não tenham sido aceitas.

Se os governos chilenos continuaram perseguindo uma estratégia de abertura/integração, por que foram instituídos controles à entrada de capitais de curto prazo? Por um lado, porque a conta corrente chilena era robusta e gerava divisas suficientes; por outro, a prudência resultou, inegavelmente, do aprendizado sobre os efeitos negativos do ciclo de endividamento anterior, nos anos 1970 e 1980.[13]

Na década de 1990, a política cambial chilena combinou instrumentos diretos e indiretos de controle à entrada. Os controles indiretos ou "precificados", instituídos em 1991, tomaram a forma de exigência de depósito compulsório não remunerado, estabelecido em 20% dos empréstimos externos em 1991. Estes controles evoluíram, já em 1992, em termos de abrangência (passaram a incidir sobre outras formas de aplicação financeira) e parcela retida (elevada a 30%), diante da maior pressão de entrada, sendo complementados por controles diretos (exigências de prazo de permanência e, para tomadores de crédito, exigência de *rating* elevado atribuído por agências internacionais de classificação de risco). Esta evolução é muito significativa, pois o Chile seguia o caminho inverso de outros países da região que, induzidos pela "desregulamentação competitiva" e pela crença nas benesses da globalização financeira, reduziam controles cambiais. Até 1998, atravessando o *boom* dos mercados emergentes, os controles chilenos continuaram a ser graduados de acordo com as oscilações da oferta de liquidez internacional, sendo variavelmente endurecidos ou relaxados — através de prazos de permanência, impostos e percentuais de reservas não remuneradas. Assim, o país parecia menos vulnerável ao contágio dos "humores" dos mercados internacionais de capital, relativamente a seus vizinhos menos cautelosos, conseguindo alongar prazos de passivos, evitar apreciação cambial e preservar maior autonomia de política macroeconômica.

A partir de 1998, porém, os controles passam a ser relaxados, em grande parte devido à escassez mais duradoura de recursos para emergentes que passou a verificar-se, até serem praticamente extintos em 2001. Em 2002, a possibilidade de imposição de controles de capital foi severamente restringida pela conclusão do Acordo de Livre Comércio com os Estados Unidos — em relação aos capitais oriundos deste país, ou pelo menos que tenham passado por ele antes

[13] A literatura sobre a experiência chilena de política cambial é vasta e engloba pontos de vista contrários: ver, por exemplo, Edwards (1999) e Ffrench-Davis, Agosin, & Uthoff (19997). As características básicas da estratégia de desenvolvimento chilena e sua inserção externa são delineadas, com base em comparações internacionais, por exemplo em Tavares (1993) e Cruz (2003).

de se redirecionar ao Chile, pois permanece a dificuldade de determinar regras de origem para fluxos "triangulares".

A grande deficiência da política chilena, porém, não estava no arcabouço de controles à entrada, mas na fraqueza dos controles à saída. Não houve, no período, qualquer tentativa de limitar a saída dos capitais, sendo inclusive liberalizadas as formas e condições de envio de recursos ao exterior. Por conta disto, o Chile não se mostrou uma ilha imune ao contágio da crise financeira de 1997-98, experimentando fuga de capitais de residentes, e/ou de não-residentes que tivessem internalizado recursos há mais de um ano.

A lição a retirar não aponta nem para a ineficiência nem para a ineficácia de controles de capital, mas sim para a necessidade de que estes controles abranjam também a saída. De fato, a experiência chilena nos anos 1990, embora limitada no escopo e no tempo, ilustra as vantagens de controles à entrada em um momento de abundância de liquidez internacional e, por outro lado, os limites de uma estratégia que não conte com controles à saída em momentos de "fuga para a qualidade".

### III.2. Malásia

A vulnerabilidade chilena não se aplica, porém, à Malásia, tendo o país asiático instituído controles não para prevenir, mas para limitar os efeitos de crises financeiras.[14] O caso malaio é, portanto, um exemplo típico de uso bem sucedido de controles à saída, em momento de fuga de capitais.

A Malásia foi, até meados dos anos 90, uma das economias asiáticas mais abertas para não residentes, tanto em termos comerciais quanto financeiros, possuindo inclusive mercados *offshore* de moedas e ações, apesar do uso pontual de controles de entrada para moderar o influxo em 1994. Contudo, enfrentou de forma heterodoxa a crise que atingiu o Leste Asiático a partir de meados de 1997. Frente a uma típica crise de contágio, que começou na órbita cambial, se desdobrou em crise financeira até afetar a economia como um todo, o país reagiu com um "pacote" de controles em setembro de 1998: o mercado *offshore* foi fechado, a saída de recursos de residentes foi bloqueada, o investimento no exterior passou a estar sujeito a autorizações e limites, e as aplicações estrangeiras de portfólio já internalizadas foram impedidas de serem repatriadas por um período de 12 meses.

---

[14] Além das referências gerais já citadas – sobretudo a parte 3 de UNCTAD (2003) –, ver Kaplan & Rodrik (2001) e, como contraponto, Forbes (2004). Para uma análise mais ampla da estratégia malaia, ver Nesadurai (1998).

As medidas, que tinham o objetivo de reduzir os juros e manter o câmbio fixo, fugindo do ajuste ortodoxo tradicional preconizado pelo Fundo Monetário Internacional, foram muito mal recebidas pelas agências de *rating*, bancos e demais agentes do mercado, bem como pelo FMI. Previa-se, inclusive, a exclusão definitiva da Malásia dos destinos possíveis dos fluxos de capital.[15]

O fato é que o "bloqueio" dos recursos estrangeiros de portfólio foi progressivamente relaxado bem antes dos 12 meses inicialmente previstos (mas com taxação proporcional ao prazo de permanência), embora as restrições à conversibilidade para os residentes permanecessem. A recuperação malaia foi tão ou mais rápida que a dos vizinhos que optaram pelo "bom comportamento" institucional e pelo ajuste macroeconômico recessivo, e os fluxos de entrada de capitais aos poucos se normalizaram, ao contrário de algumas previsões. Hoje, residentes e não residentes continuam impedidos de usar a moeda local para empréstimos ou swaps externos, embora não residentes tenham recuperado o direito de repatriar recursos aplicados em ações e financiar posições locais com empréstimos externos. Não obstante o relaxamento limitado das restrições, os controles remanescentes vêm se mostrando suficientes para assegurar a autonomia de política econômica pela qual foram justificados em 1998.

No caso malaio, então, a crise foi também oportunidade. No entanto, a despeito da retórica anti-globalização do primeiro ministro, a oportunidade de reverter a integração financeira só foi aproveitada depois de sua crise ter provocado danos o bastante, segundo esta mesma retórica. A lição do caso malaio é que a reversão da integração financeira não precisa esperar sua crise anunciada, cabendo preveni-la antes que seja tarde. Uma vez que a crise tenha ocorrido, porém, é importante que a introdução dos controles seja rápida, abrangente e profunda.

---

[15] O primeiro ministro malaio, Mahathir Mohamed, justificou a ruptura com a ortodoxia do FMI, em setembro de 1998, com retórica nacionalista, fortemente crítica da globalização: "*We had asked the international agencies to regulate currency trading but they did not care, so we ourselves have to regulate our own currency… There are signs that people are now losing faith in this free market system, but some countries benefit from the abuses, their people make more money, so they don't see why the abuses should be curbed…If the international community agrees to regulate currency trading and limit the range of currency fluctuation and enables countries to grow again, then we can return to the floating exchange rate system. But now we can see the damage this system has done throughout the world. It has destroyed the hard work of countries to cater to the interests of speculators as if their interests are so important that millions of people must suffer. This is regressive…(But now) we can reduce interest rates without speculators devaluing our currency. Our companies can revive…" Apud* Khor (2000). Reagindo à prática e à retórica malaia, o Morgan Stanley chegou a excluir o país do seu índice internacional de mercados emergentes, e o *World Economic Outlook* do Fundo dizia, em outubro de 1998 (p. 4): "*The introduction by Malaysia in early September of exchange and capital controls may also turn out to be an important setback not only to that country's recovery and potentially to its future development, but also to other emerging market economies that have suffered from heightened investor fears of similar actions elsewhere.*".

### III.3. Tailândia

O caso da Tailândia é outro exemplo de imposição de controles à saída em momento de crise de liquidez. Mas, tendo em vista a reação malaia, o caso tailandês mostra os riscos de uma forma de reação à crise financeira que não seja suficientemente rápida, abrangente e profunda, embora as duas experiências guardem algumas semelhanças, sobretudo no que tange ao modelo de desenvolvimento perseguido.[16]

Até 1997, as duas economias rivalizavam não apenas nos resultados positivos em termos de crescimento do produto, mas também como exemplos extremos de uma estratégia de desenvolvimento baseada na abertura econômica. A partir dos anos 1980 e principalmente na década de 1990, a Tailândia atraiu grandes fluxos de IDE, construindo uma impressionante plataforma de exportação de produtos manufaturados.[17] No campo financeiro, também havia no caso tailandês um mercado *offshore* de câmbio e títulos, e uma ampla liberdade para transações com moeda estrangeira. Tudo de acordo com o objetivo maior de transformar a capital, Bangkok, em um centro financeiro regional.

No período de abundância na oferta de capitais, outra semelhança com a Malásia foi a utilização pontual de controles (principalmente indiretos) de entrada para moderar o influxo excessivo, proveniente dos altos diferenciais de juros. Entre 1995 e 96 recorreu-se principalmente a um requerimento obrigatório de 7% das contas de não residentes e dos empréstimos externos de maturidade inferior a um ano. A abrangência desse depósito foi inclusive ampliada em 1996, e de fato resultados positivos parecem ter sido alcançados em termos do fluxo líquido de capitais, da maturidade dos empréstimos e da participação relativa dos passivos externos de curto e longo prazos.

Mas os problemas da abundância se transformam rapidamente no seu inverso nos primeiros meses de 1997, diante da deterioração na conta corrente e do fim do ciclo de alta nos mercados de ações e de imóveis. Em maio desse ano, o *baht* - mantido, como a maioria das moedas da região, num regime de câmbio fixo - sofreu um severo ataque especulativo, na forma de uma tomada de posições futuras contra a moeda local, em grande parte sustentada por empréstimos no sistema financeiro doméstico. Buscando fugir dos efeitos negativos de uma forte

---

[16] As referências à experiência tailandesa na literatura são bem mais escassas, até pela curta duração do episódio de controles. Aqui, além das seções dedicadas ao país em Ariyoshi (2000), foi utilizado Edison & Reinhart (2000).

[17] Sobre a estratégia de *export-led growth* deste e dos demais "tigres de segunda geração", ver World Bank (1993); para uma visão alternativa, que ressalta a diversidade de experiências e relaciona a *débâcle* do modelo principalmente à liberalização financeira, ver Jomo, K.S. (2001).

elevação das taxas de juros, e contando com a cooperação de alguns dos bancos centrais da região, começaram a ser adotadas medidas emergenciais de controle.

O objetivo principal era cortar o canal de especulação representado pelo livre fluxo entre os diferentes mercados de câmbio. Para isso, todas as operações bancárias que pudessem se traduzir em especulação nos mercados futuros foram proibidas, e a conversão para dólares das receitas com vendas de ações (fuga das aplicações no mercado de capitais) teriam que se dar no segmento *onshore*. Além disso, regras mais restritivas para repatriação de investimentos e de pagamento antecipado de instrumentos de endividamento externo foram implementadas: as duas operações não poderiam mais ser feitas com a moeda local.

As medidas significavam o estabelecimento de um mercado dual de câmbio, isolando as transações com divisas de natureza especulativa (que seriam submetidas a custos punitivos e perderiam o acesso ao crédito local) das ligadas ao comércio, investimento direto estrangeiro ou mesmo aplicações mais estáveis de portfólio. A estas as restrições não se aplicariam.

Mas o fato é que, apesar de um sucesso inicial em conter a especulação contra o *baht*, as mudanças resultaram em um crescente diferencial de preços entre as transações nos dois mercados, tornando operações de arbitragem extremamente vantajosas por meio de "brechas" nas restrições impostas. Com isso, as pressões contra a moeda tailandesa voltaram a se intensificar e, no início de julho de 1997, o câmbio fixo foi abandonado. Os controles, mesmo os de saída, foram burlados pelos capitais especulativos – no episódio que marcou o início da crise asiática. Naquele ano e, principalmente, em 1998, o país enfrentou uma forte retração na economia e problemas disseminados pelo setor bancário. O recurso ao ajuste tradicional e à ajuda do FMI levaram, com esses custos, à recuperação e a retomada do crescimento acelerado a partir de 1999.

A principal diferença em relação à Malásia parece, portanto, se referir à abrangência das medidas de controle e ao fechamento ou não do mercado *offshore.* O desenrolar dos acontecimentos provou que a crise, no caso tailandês, não foi uma oportunidade para reverter a liberalização, e o país seguiu seu rumo de praça financeira aberta. Se a curta experiência tailandesa tem algo a ensinar, parece ser o fato que, em momentos de ataque ou fuga acelerada, as medidas de controle de emergência podem ser pouco úteis se não dão conta da totalidade dos canais de saída de capitais identificados.

**III.4. China**

Tendo isto em vista, a China é um caso à parte. O relatório do FMI já citado (Ariyoshi, 2000) considera a experiência chinesa, em conjunto com a Índia, como marcada por controles duradouros e extensivos, permitindo aos dois sub-continentes passarem relativamente incólumes pelas crises de seus vizinhos. De fato, os controles chineses são diretos, envolvendo regras detalhadas, administradas por um complexo de órgãos de autorização e fiscalização de decisões privadas.[18] De todo modo, a excepcionalidade chinesa vai muito além da resistência em aceitar conselhos do FMI, antes ou depois da crise asiática. A resistência da China em liberalizar controles de capitais é emblemática por vincular-se a uma estratégia de inserção internacional que, ao contrário do Chile e da Malásia, não rompe apenas parcialmente com o receituário ortodoxo, mas recorre também a crédito orientado, taxas de juros "reprimidas" em níveis baixos, câmbio depreciado, protecionismo seletivo, planejamento de investimentos estatais e negociação do direcionamento do investimento direto estrangeiro (*green field*).[19]

Não surpreende que, embora não tenha ficado plenamente imune à crise de 1997/98, a China tenha sido menos atingida que outros países da região. Diferentemente de grande parte de seus vizinhos, seu crescimento econômico apresentou pequena retração e seu sistema financeiro foi pouco abalado, preservando as bases de sua estratégia de desenvolvimento. O contágio limitado da crise de 1997/98 pode ser creditado, evidentemente, ao fato de sua conta de capital ser relativamente mais fechada, ou "protegida", ainda que não se deva esquecer, sempre em termos comparativos, o tamanho de seu mercado, seu grau limitado de abertura, o volume expressivo de reservas cambiais, e a capacidade administrativa para gerenciar, fiscalizar e impor controles. A livre conversibilidade de conta corrente, por exemplo, só foi inaugurada em dezembro de 1996. Tudo isto permitiu, mesmo durante a crise asiática, que a China mantivesse o *peg* da sua moeda ao dólar.

O regime de controle de capitais, orientado para minimizar a dependência de recursos de curto prazo e geradores de dívida, está desenhado para incentivar o influxo de longo prazo, particularmente o investimento direto externo (IDE). E este foi, de fato, muito expressivo na década de 90, tendo a China se tornado, em anos recentes, o país que mais atraiu recursos dessa natureza. Uma lição do caso chinês é que a atração do IDE não é prejudicada, para dizer o mínimo, por limites à entrada de capitais e à proteção legal de investidores (como lei de patentes, por exemplo), dependendo principalmente de 1) gasto público de grandes proporções; 2)

[18] Por exemplo, a Comissão de Desenvolvimento e Planejamento Estatal, o Banco do Povo da China, o Ministério do Comércio Exterior e da Cooperação Econômica, e a Comissão Chinesa de Regulamentação de Títulos Financeiros.

investimentos estatais que criam demanda e superam estrangulamentos básicos, enquanto "empurram" e "puxam" investidores externos para fora de ramos dominados por estatais; 3) política industrial que orienta a destinação do IDE; 4) crédito barato; 5) taxa de câmbio competitiva; 6) expectativas de um ciclo longo de crescimento sustentado.

De todo modo, mesmo antes de sua entrada histórica na Organização Mundial do Comércio, em 2001, a China vem encaminhando um processo de abertura limitada, com redução de tarifas de importação e relaxamento de barreiras à entrada no setor de serviços, inclusive financeiros, procedendo também à consolidação de um marco legal ligeiramente mais propício aos investidores. No que diz respeito ao IDE, a China já aboliu a maior parte das restrições cambiais, e os investidores estrangeiros podem repatriar lucros, juros, dividendos e mesmo o principal. Não obstante, o IDE continua a ser orientado sobretudo para ramos de exportações dinâmicas - os que crescem mais rápido que o comércio global - e que geram renda, emprego e divisas, e desestimulado em ramos *non-tradables,* que não geram divisas. Por outro lado, o governo continua a manter controle expressivo sobre a conta de capitais, seja para aplicações de portfólio de não residentes, seja para transações financeiras, demanda ou oferta, de residentes.

Não obstante estes controles, pode-se perceber movimentos lentos e cautelosos de relaxamento das restrições. A iniciativa mais significativa deu-se em 2002, com a criação da certificação QFII (*Qualified Foreign Institutional Investor*), que permite a aplicadores externos, selecionados e certificados pela CSRC (*China Securities and Regulatory Commission*), adquirirem ações denominadas em moeda local (*A shares*), bem como títulos de dívida, privados e governamentais, também emitidos em moeda local. No entanto, a certificação QFII exige que os aplicadores mantenham posições superiores a um ano, além de respeitarem várias restrições prudenciais fiscalizadas pelo governo.

Esta cautela indica que a China não parece disposta, ao contrário do Chile, a aceitar as pressões diplomáticas estadunidenses para limitar o uso soberano de controles de capitais, em acordos bilaterais ou em arenas multilaterais. A lição a retirar é que controles cambiais duradouros e extensivos, tanto à entrada quanto à saída de capitais de curto prazo, protegem economias de amplo mercado interno, isolando-as do contágio de crises internacionais. Mas para garantir o crescimento sustentado, o espaço de autonomia liberado pelos controles precisa ser aproveitado por outras iniciativas estratégicas de política econômica, que integrem e expandam o mercado interno sem prejudicar exportações, e vice-versa.

---

[19] Além das referências gerais mencionadas em notas anteriores, sobre a China ver por exemplo Hu (2004) e Yongding & Phil (1999).

### III.5. Índia

O caso indiano também é marcado pela existência de controles extensivos e duradouros, tanto à entrada como à saída, com uso de controles diretos e administrativos, mais que controles indiretos ou "precificados". Como na China, e ao contrário do Chile, estes controles se articularam a uma forma de gestão da economia que também não aceitou inteiramente as propostas do chamado Consenso de Washington.[20]

É verdade, porém, que a economia indiana passou por uma mudança importante na década de 1990, no sentido de uma maior liberalização. Entre 1990 e meados de 1991, a Índia enfrentou grande crise no seu balanço de pagamentos e, para não entrar em *default* de suas obrigações externas, recorreu ao FMI. Como parte do acordo com essa instituição, o país foi chamado a executar programa de ajuste, implicando desvalorização da moeda em 20%, compressão das importações, arrocho fiscal e monetário, e uma prescrição para executar "reformas estruturais" visando a maior liberalização da economia: mudanças na política industrial, no regime de comércio, no papel do setor público, e na arquitetura do sistema financeiro doméstico.

Esta abertura da economia, que tem início em julho de 1991, pode ser lida como resposta imediata à já mencionada crise externa. Até então a moeda nacional, a rúpia, não era conversível em conta corrente, as tarifas de importação estavam entre as maiores do mundo, e os influxos de capital eram, basicamente, empréstimos oficiais. Aplicações de portfólio não eram permitidas, e mesmo o investimento direto externo era visto com suspeita, sujeito a um regime de análise e aprovação caso a caso.

No que diz respeito ao gerenciamento do balanço de pagamentos, a introdução da conversibilidade nas relações comerciais foi o primeiro passo. Mas a conversibilidade da conta corrente, ocorrida em 1994, permaneceu limitada, com o banco central mantendo papel-chave no mercado de câmbio, atendendo às restrições impostas pelo governo indiano. A liberalização da conta de capitais foi ainda mais prudente e gradual. Este processo cauteloso parece ter sido influenciado pela percepção de que a já mencionada crise externa, do início da década de 1990, foi acentuada pela dificuldade de rolar as dívidas de curto prazo, e pela fuga de capitais sob a forma de retirada de depósitos efetuada por indianos não residentes no país. Tal cautela explica,

[20] As referências específicas para a Índia são Gupta & Sathye (2004); Silva, L. (2004); Rajamaran (2003); e Khanna S. (2002).

em boa parte, o fato da Índia ter atravessado bem ao turbulento ano de 1997, e reforçou a percepção de que os controles deveriam ser removidos lentamente.[21]

De fato, o processo de liberalização na conta de capital procurou distinguir investimento direto externo e investimento de portfólio. A liberalização do regime de IDE teve início em julho de 1991, mas foram mantidos controles indiretos. IDE com mais de 51% de *equity* e em setores definidos como prioritários receberiam aprovação automática, sendo realizado apenas um procedimento de registro no Banco Central. Todas as outras propostas deveriam ser avaliadas por um conselho para promoção de investimentos estrangeiros (*Foreign Investment Promotion Board*). Se entendermos que o papel que o IDE exerce numa economia reflete, em parte, a sua estratégia de desenvolvimento, podemos ver que, como a China, a Índia também procurou, através de regulamentação rigorosa, inibir o componente patrimonial e especulativo do IDE (Silva, 2004). Para tanto, ambas economias montaram regimes de controle e indução de investimentos diretos, construindo uma estrutura legal e institucional sintonizada com os objetivos de promoção do crescimento e redução da vulnerabilidade externa de suas economias.

A liberalização controlada da conta de capital, iniciada com o IDE em 1991, foi estendida para o investimento de portfólio a partir de setembro de 1992. Investidores estrangeiros institucionais foram autorizados a investir no mercado de capitais doméstico, mas sujeitos a controles diretos. Era permitido que investissem no mercado secundário de ações, mas com restrições quanto ao limite de participação nas empresas. Também foi permitido a tais investidores entrar no mercado primário, mas novamente foram impostos controles administrativos: aprovação prévia e limite de participação.

Medidas implementadas em 1996-97 estenderam aos investidores institucionais a possibilidade de comprar títulos do governo. Esse tipo de investidor tem permissão para repatriar o principal, os ganhos de capital, os dividendos, os juros e qualquer outra receita oriunda da venda de tais ativos financeiros, sem nenhuma restrição, à taxa de câmbio do mercado. O imposto sobre os dividendos de tais investimentos de portfólio para os investidores institucionais é de 20%, o que é bem mais baixo do que o imposto cobrado sobre as empresas nacionais e filiais estrangeiras.

A conversibilidade para todos os tipos de depósito para indianos não residentes foi introduzida em 2002. Em janeiro de 2004, o banco central permitiu a conversibilidade para

[21] O *Tarapore Committee*, estabelecido pelo Banco Central da Índia em 1997, recomendou uma liberalização gradual da conta de capital da Índia, e determinou que quatro condições deveriam ser atingidas para que se pudesse chegar à conversibilidade plena: volume de reservas cobrindo seis meses de importações, inflação entre 3% e 6%,

residentes, mas impôs um limite máximo anual para a saída de recursos: US$ 25.000. Para alguns observadores, tal decisão talvez marque o início do processo de liberalização mais amplo, em direção à plena conversibilidade (Gupta & Sathye, 2004).

Cabe registrar, porém, que no que diz respeito a empréstimos no exterior, a liberalização da conta capital tem sido limitada pela imposição de controles diretos. Na sua maior parte, os empréstimos são submetidos à aprovação caso a caso pelo governo, em que a decisão depende da quantia a ser emprestada, do prazo e da finalidade dos recursos. Dívidas de curto prazo estão sujeitas a sérias regulações. Ademais o governo, no início de cada ano, decide o teto máximo para aprovações.

Isto posto, podemos afirmar que ainda que os movimentos mais recentes sinalizem na direção de maior abertura da conta capital, a estabilidade externa experimentada pela Índia desde 1990 até o presente, incluindo-se aí o fato da Índia não ter sido vítima de contágio na crise de 1997-98, deve-se ao seu gradual processo de liberalização, sujeito a reavaliações freqüentes.[22]

## Considerações finais

Levando em consideração as dimensões (teórica versus prática, nacional versus internacional, estrutural versus conjuntural) presentes no debate sobre controle de capitais, apresentemos algumas conclusões ensejadas pelas circunstâncias atuais da economia brasileira.

A primeira delas é a constatação de que a gestão da política econômica no governo Lula passa ao largo da reflexão atual sobre a abertura financeira. Enquanto, no *mainstream* acadêmico e financeiro internacional, várias vozes influentes reconhecem os danos da liberalização total e defendem o uso de instrumentos de controle, a retórica liberal no Brasil ainda lança mão dos velhos argumentos de eficiência dos mercados e ineficácia das tentativas de regulação.[23]

Por outro lado, não falta, dentre os economistas críticos da política liberalizante, consciência da necessidade da imposição de controles e, mais que isso, capacidade de traduzi-la em proposições concretas sujeitas às especificidades do momento. Mas a experiência internacional ilustra que controles de capitais só são efetivos quando complementados por outras

---

razão entre déficit fiscal e PNB menor que 3,5%; enfim, os *Non Performing Assets* do sistema bancário não deveriam representar mais que 5% do total de ativos.

[22] Essa liberalização, ainda que gradual, já manifesta problemas: aumentou o passivo de curto prazo – no início de 2004, por volta de 1/3 das reservas externas era composta de recursos de curto prazo - e tornou o processo de tornar a taxa de câmbio competitiva mais difícil (Gupta e Sathye, 2004).

[23] Eliana Cardoso apresenta de forma muito clara a opinião liberal em coluna no *ValorEconômico* de 17/03/2005: "Se não funcionam, não há porque trazê-los de volta". Para outra defesa recente da livre conversibilidade do real cf. Gianetti da Fonseca (19/03/2005).

iniciativas de fomento ao desenvolvimento econômico, particularmente em países que não abrigam centros de serviços financeiros e mercados de capitais internacionais, são incapazes de se endividar internacionalmente em sua própria moeda e, tendo poucos meios de controlar instabilidades financeiras internacionais, devem proteger-se delas de antemão. Além disto, análises da experiência internacional demonstram que:

1) controles de entrada tendem a alongar prazos de passivos, evitar apreciação cambial e preservar maior autonomia de política macroeconômica em momentos de abundância de liquidez internacional, mas precisam ser complementados por controles de saída, para limitar ataques especulativos em momentos de crise de liquidez e "fuga para qualidade";

2) em geral, o momento da aplicação dos controles é importante para determinar o tipo de controle a ser usado. É melhor não esperar pela crise financeira antes de decidir implementar controles, mas sua imposição deve ser rápida, abrangente e profunda uma vez que a crise ocorra;

3) o controle do movimento de capitais de curto prazo não inibe a oferta de capitais de maior prazo. Pelo contrário, pode estimular sua atração, desde que permita que o horizonte do investidor seja balizado, a longo termo, por expectativas de crédito barato e câmbio competitivo, e por mecanismos de controle da dívida pública que não deprimam o gasto público, nem prejudiquem o planejamento de investimentos em infra-estrutura.

Resumindo e reafirmando o que foi dito, entendemos que controles de capitais são necessários para aumentar os graus de autonomia da política econômica local, mas não são suficientes para assegurar que este espaço de autonomia seja aproveitado para estimular o crescimento econômico sustentado. Para isto é necessário que os controles complementem um conjunto de políticas orientadas para o investimento em capital fixo e, sobretudo, articulem-se a estratégias de desenvolvimento que combinem integração do mercado interno e incentivo às exportações. De fato, como mencionamos, países que seguem um modelo "orientado" de investimentos produtivos, complementado por regulação do crédito e controle de capitais, vem apresentando historicamente maiores taxas de crescimento e menor vulnerabilidade financeira e cambial que países latino-americanos, adeptos precoces ou tardios do Consenso de Washington e do regime de contas de capitais abertas.[24]

[24] Cf. Dooley, Folkers-Landau & Garber (2004) e Silva, A.C.M. (2004).

Sabemos que, enquanto a política econômica do atual governo brasileiro mantiver a adesão tardia ao Consenso de Washington, qualquer proposição de controles terá o mesmo destino daquelas apresentadas neste trabalho: ser apenas instrumento de contestação do rumo tomado. Se assim for, pelo menos o pensamento crítico terá cumprido seu papel, uma vez que diante do império das regras de bom comportamento no mundo das finanças internacionais (encampadas no Brasil com fidelidade canina), a decisão política, alegadamente preocupada com a autonomia nacional, parece obedecer a outros determinantes.

**Referências bibliográficas**


ARIYOSHI, A. et al (2000), "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization". *IMF Occasional Paper* n. 190.

BHAGWATI, J. (1998) "The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars", *Foreign Affairs* vol. 77, n. 3, May/June, 1998, pp. 7-12.

BIANCARELI, A. M. (2003), *Liberalização financeira, fluxos de capital, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil (1989-2002)*. Campinas: IE/Unicamp (Dissertação de Mestrado).

BLUSTEIN, P. (2002), *Vexame: os bastidores do FMI na crise que abalou o sistema financeiro mundial*. Rio de Janeiro: Record.

CARDOSO, E. & GOLDFAJN, I. (1997), "Capital flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls". *IMF Working Paper* n. 115.

CARVALHO, F. C. (2003), "Controles de capitais e recuperação da iniciativa em política econômica" in PAULA, J. A. (org., 2003), *A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula*. Belo Horizonte: Autêntica.

CARVALHO, F. C. & SICSÚ, J. (2004), "Controvérsias recentes sobre controles de capitais". *Revista de Economia Política* vol 24, n. 2, abr/jun, pp. 163-184.

COUTINHO, L. & BELLUZZO, L. G. (1996), "Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas" *Economia e Sociedade* n. 7, dez. 1996, pp. 129-54.

CRUZ, S. V. *et al* (2003), *Reestruturação econômica mundial e reformas liberalizantes nos países em desenvolvimento.* São Paulo: Unicamp/Cedec/Fapesp.

DOOLEY, FOLKERTS-LANDAU & GARBER (2004) *The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap.* NBER Working Paper No. 10727 August 2004.

EDISON, H. & REINHART, C. (2000), "Capital Controls During Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand". Board of Governors of the Federal Reserve. *International Finance Discussion Paper* n. 662

EDWARDS, S. "How Effective are Capital Controls?" *NBER Working Paper* n. 7413.

EPSTEIN, G., GRABEL, I. & JOMO, K. S. (2003), "Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons for the Future". *PERI Working Paper Series* n.56 (em http://www.umass.edu/peri/pdfs/WP56.pdf).

FARHI, M. (2004), "Mercados de Câmbio *Offshore* e Moedas Inconversíveis". Suplemento 3 de *Política Econômica em Foco* n. 3, 13/08/2004 (em www.eco.unicamp.br).

FARHI, M. (2005), "Os vínculos entre a taxa de juros, o risco país e a taxa de câmbio do real". Suplemento 4 de *Política Econômica em Foco* n. 4, 11/03/2005 (em www.eco.unicamp.br).

FFRENCH-DAVIS, R., AGOSIN, M. & UTHOFF, A. (1997), "Movimentos de capitais, estratégia exportadora e estabilidade macroeconômica no Chile" FFRENCH-DAVIS, R. & GRIFFITH-JONES (org., 1997), *Os fluxos financeiros na América Latina – um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

FORBES, K. J. (2004), "Capital Controls: Mud in the Wheels of Market Discipline". *NBER Working Paper* n. 10284.

GARCIA, M. G. P. & BARCINSKY, A. (1996), "Capital flows to Brazil in the nineties: Macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls", *Texto para Discussão PUC-Rio* n. 357.

GHOSAL, S. & MILLER, M. (2003), *Managing financial crises in emerging markets: new developments in review*. University of Warwick: Department of Economics and CSGR (em http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/csgr/).

GOURINCHAS, P. & JEANNE, O. (2003), "The elusive gains from international financial integration" *NBER Working Paper* n. 9684.

GUPTA, D. e SATHYE, M. (2004). "Financial Developments in India: Should India introduce capital account convertibility" (preparado para a conferência de dez anos da *Australia South Asia Research Centre*, em http://rspas.anu.edu.au/papers/asarc/2004_07.pdf).

HU, F. (2004), "Capital flows, overheating, and the nominal exchange rate regime in China" (preparado para o seminário *A Liberal Agenda for the New Century: A Global Perspective*, em Moscou, abril/2004. Em http://www.cato.org/events/russianconf2004/papers/hu.pdf).

JOMO, K.S. (2001), "Growth After the Asian Crisis: What Remains of the Asian Model?" *G-24 Discussion Paper* n. 10 (em http://www.unctad.org/en/docs//pogdsmdpbg24d10.en.pdf)

KAPLAN, E. & RODRIK, D. (2001), "Did the Malaysian capital controls work?" *NBER Working Paper* n. 8142.

KHANA S. (2002), "Has India Gained from Capital Account Liberalisation? Private Capital Flows and the Indian Economy in the 1990s" (preparado para a conferência *International Money and Developing Countries: Theoretical and Policy Issues in the Current Context*, em http://www.networkideas.org/feathm/dec2002/Sushil_Paper.pdf).

KHOR, M. (2000), *Capital Controls in Malaysia*. Social Watch, The Big Issues (em http://www.socialwatch.org/en/informesTematicos/11.html).

KRUEGER, A. (2002), *New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking* (discurso na Conference on "Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards"). Washington DC: Institute for International Economics, April (em http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm).

KUCZYNSKI, P. & WILLIAMSON, J. (ed., 2003), *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*. Washington DC: Institute for International Economics.

NESADURAI, H. (1998), Accommodating global markets: Malaysia's response to economic crisis. University of Warwick: Department of Economics and CSGR (em http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/csgr/).

PAULA, L. F. *et al* (2003) "Fluxo e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política", In SICSÚ, J., OREIRO, J. L. & PAULA, L. F. de (org., 2003). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. São Paulo: Manole/Fundação Konrad Adenauer.

PRASAD, E. et al (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*. Washington DC: IMF.

RAJARAMAN, I. (2003), "Management of the Capital Account: a Study of India and Malaysia", in UNCTAD (2003), *op. cit*.

ROJAS-SUAREZ, L. (2004), "Monetary policy and exchange rates: Guiding Principles for a Sustainable Regime", in KUCZYNSKI, P. & WILLIAMSON, J. (orgs., 2004), *op. cit*.

SILVA A.C.M. (2004) "Norte-americanos, chineses e a alegria do mundo". In *Política Econômica em foco*, nº 4, maio/out. 2004.

SILVA, L. (2004), *Brasil, China e Índia: o investimento direto externo nos anos noventa.* Campinas: IE/Unicamp (Tese de Doutoramento).

STIGLITZ, J. (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability". *World Development* vol. 28, n. 6, pp. 1075-1086.

TAVARES, M. C. (1993), "As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência", in TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (1993), *Desajuste global e modernização conservadora.* Rio de Janeiro: Paz e Terra.

WILLIAMSON, J. (2004, "An Agenda for Restarting Growth and Reform", in KUCZYNSKI, P. & WILLIAMSON, J. (ed., 2003), *op. cit*.

WORLD BANK (1993), *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*. New York, Oxford University Press

UNCTAD (2003), *Management of Capital Flows: comparative experiences and implications for Africa*. New York and Geneva: United Nations.

YONGDING, Y. & PHIL, D. (1999), *On China's Capital Controls* (em http://www.iwep.org.cn/chinese/gerenzhuye/yuyongding/wenzhang/capital%20controls.pdf )